

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

LES ÉMISSIONS INITIALES EN TUNISIE

MÉMOIRE

PRÉSENTÉ

COMME EXIGENCE PARTIELLE

DE LA MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES

PAR
ZAKHAMA BILEL

MAI 2007

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

À Mes chers Parents

Vous m'avez donné amour et tendresse; votre soutien constant m'a été toujours un immense réconfort.

Rien ne peut égaler votre dévouement et vos sacrifices.

Ce travail vous est particulièrement dédié, en témoignage de ma reconnaissance infinie pour le sacrifice que vous avez consenti pour faire de moi ce que je suis.

Que Dieu vous préserve.

À mes frères et sœur

Pour votre soutien moral et vos encouragements précieux.

Que ce travail soit le témoignage de ma profonde affection.

À ma Femme

Ton amour, ton encouragement et ton soutien m'ont été indispensables pour la réalisation de ce travail.

Que ce mémoire soit le témoignage de mon amour et de mon respect.

À ma Grand-mère

Pour ton amour, pour tous les sacrifices que vous avez consentis à mon égard et dont je suis à jamais redevable.

À mes Amis les plus chers

REMERCIEMENTS

Je tiens à exprimer ma gratitude et mon respect à M. Maher Kooli, mon cher directeur de recherche, pour m'avoir fait le plus grand honneur d'accepter de diriger mon mémoire.

Votre savoir, votre esprit pédagogique, votre modestie, vos qualités humaines et professionnelles ont toujours suscité ma profonde admiration.

Je ne cesse d'admirer votre compétence, votre amour pour la science et votre dévouement pour la recherche. Que ce travail soit l'expression de ma reconnaissance et de mon respect le plus profond.

TABLE DES MATIÈRES

RÉSUMÉ	vi
LISTE DES FIGURES	vii
LISTE DES TABLEAUX.....	vii
INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE I	
UN SURVOL DES ÉMISSIONS INITIALES.....	3
1.1 AVANTAGES ET INCONVÉNIENTS DE L'ÉMISSION INITIALE	3
<i>1.1.1 Les avantages</i>	3
1.1.1.1 Financement diversifié	3
1.1.1.2 Notoriété.....	4
1.1.1.3 Diversification du portefeuille.....	5
1.1.1.4 Surveillance et Liquidité.....	5
1.1.1.5 Changement du contrôle.....	6
1.1.1.6 Structure de propriété dispersée.....	6
1.1.1.7 Fenêtre d'opportunité	7
<i>1.1.2 Les inconvénients</i>	7
1.1.2.1 Les coûts directs	7
1.1.2.2 La perte de confidentialité et de contrôle.....	8
1.2 LES ÉMISSIONS INITIALES AUX ÉTATS-UNIS ET AU CANADA	9
1.3 LES ÉMISSIONS INITIALES EN TUNISIE	12
CHAPITRE II	
LES ANOMALIES ASSOCIÉES AUX ÉMISSIONS INITIALES.....	18
2.1 LA PREMIÈRE ANOMALIE ASSOCIÉE AUX ÉMISSIONS INITIALES : LA SOUS-ÉVALUATION INITIALE (SEI).....	18
<i>2.1.1 Le phénomène de la sous-évaluation initiale</i>	18
<i>2.1.2 Les facteurs explicatifs de la sous-évaluation</i>	22
2.1.2.1 L'hypothèse de la malédiction du vainqueur « winner's curse »	23
2.1.2.2 Hypothèse de retour d'information pour le marché « the market feedback »	24
2.1.2.3 Hypothèse du train en marche « the bandwagon hypothesis »	24
2.1.2.4 Hypothèse du pouvoir de monopsonie du banquier « the investment bankers's monopsony power hypothesis »	25

2.1.2.5 Hypothèse de signalisation	25
2.1.2.6 Hypothèse de la dispersion du capital « the ownership dispersion hypothesis »	25
2.1.2.7 Hypothèse de l'asymétrie d'information entre les firmes émettrices et les souscripteurs	26
2.1.2.8 Hypothèse de la réputation du souscripteur	26
2.2 LA DEUXIÈME ANOMALIE ASSOCIÉE AUX ÉMISSIONS INITIALES : LA PERFORMANCE À MOYEN ET LONG TERME	28
2.2.1 Le phénomène de la performance à moyen et à long terme	28
2.2.2 Les facteurs explicatifs de la contre-performance	30
2.2.2.1 Hypothèse de la divergence des opinions (Miller, 1977)	30
2.2.2.2 Hypothèse de la surréaction des investisseurs (Shiller, 1990)	30
2.2.2.3 Hypothèse de la fenêtre d'opportunité	31
2.2.2.4 La dimension méthodologique	32
2.2.2.4.1 L'approche événementielle	33
2.2.2.4.2 L'approche en temps calendaire	34
CHAPITRE III	
DONNÉES ET MÉTHODOLOGIES	35
3.1 PRÉSENTATION DES DONNÉES	35
3.2 L'ANALYSE DE LA SOUS-ÉVALUATION INITIALE	39
3.2.1 Les méthodes de calcul de la sous-évaluation initiale (SEI)	39
3.2.2 Les résultats	40
3.3 L'ANALYSE DE LA PERFORMANCE À MOYEN ET À LONG TERME	47
3.3.1 L'analyse de la performance opérationnelle à moyen et à long terme	47
3.3.1.1 Analyse des indicateurs de performance	48
3.3.1.2 Analyse par facteurs	51
3.3.2 L'analyse de la performance financière : la méthode des rendements anormaux cumulés (RAC)	58
3.3.2.1 Analyse des rendements anormaux cumulés des émissions initiales tunisiennes	59
3.3.2.2 Analyse du rendement anormal cumulé des É.I tunisiennes par facteurs	60
CONCLUSION	64
ANNEXE A:	
LES INDICES	66
BIBLIOGRAPHIE	67

RÉSUMÉ

L'objectif de ce mémoire est d'analyser le comportement à court, moyen et long terme des émissions initiales en Tunisie. Notre échantillon se compose de 24 introductions en Bourse, qui couvrent la période de 1996-2006. Dans un premier temps, nous examinons le phénomène de la sous-évaluation initiale. Nous calculons un rendement initial moyen de 4,6 % (statistique-t = 0.66). Nous pouvons ainsi dire que bien que le marché tunisien est de petite taille, il ne souffre pas d'un problème d'évaluation. Dans un deuxième temps, nous examinons la performance opérationnelle et financière des émissions initiales. Nos résultats montrent qu'au niveau de l'analyse opérationnelle, les sociétés tunisiennes affichent une variation du ratio du rendement sur l'actif économique (ROA) de -49,45 % sur une fenêtre de calcul de 7 ans, soit 3 ans avant l'émission initiale et 3 ans après l'émission. En termes de performance financière et en appliquant la méthode des rendements anormaux cumulés, nous calculons une contre-performance de 4,5 % pour la fenêtre (0,+ 3ans) après l'émission.

LISTE DES FIGURES

Figure	Page
Figure 3. 1 La distribution des émissions initiales par année.....	37
Figure 3. 2 La distribution de la sous-évaluation initiale en fonction du secteur d'activité	44
Figure 3. 3 Mesure de la performance opérationnelle.....	49
Figure 3. 4 L'évolution du chiffre d'affaires (C.A), le bénéfice et l'actif économique	51
Figure 3. 5 Les rendements cumulés des émissions initiales tunisiennes, 1996-2006	60

LISTE DES TABLEAUX

Tableau	Page
Tableau 1. 1 Les avantages et inconvénients des E.I	8
Tableau 1. 2 Échantillon d'émissions entre 1997 et 1999.....	10
Tableau 1. 3 Les coûts directs et indirects par type de contrat.....	11
Tableau 1. 4 Comparaison des coûts en fonction de la taille : 1997-1999	12
Tableau 1. 5 La capitalisation boursière sur le marché tunisien : 1990-2004	13
Tableau 1. 6 Évolution des indices boursiers.....	16
Tableau 2. 1 Analyse des émissions initiales américaines entre 1980-2001	19
Tableau 2. 2 Résultats des différents travaux sur la sous-évaluation initiale selon la méthode utilisée	21
Tableau 2. 3 Les différents résultats sur la performance à long terme des émissions initiales	29
Tableau 3. 1 Distribution des émissions initiales par année.....	36
Tableau 3. 2 Distribution des émissions initiales par secteur d'activité.....	38
Tableau 3. 3 Distribution des émissions initiales par produit brut de l'émission.....	39
Tableau 3. 4 La distribution de la sous-évaluation initiale selon deux méthodes de calcul	41
Tableau 3. 5 La sous-évaluation initiale des émissions initiales tunisiennes entre 1996-2006	42
Tableau 3. 6 Distribution des émissions initiales selon les caractéristiques des différents sous échantillons	43
Tableau 3. 7 La distribution de la sous-évaluation initiale en fonction du prestige du courtier	45
Tableau 3. 8 Distribution de la sous-évaluation par produit brut de l'émission.....	45
Tableau 3. 9 La distribution des émissions initiales.....	46
Tableau 3. 10 La performance opérationnelle des émissions initiales tunisiennes	50
Tableau 3. 11 La performance opérationnelle selon la fraction du capital (alpha) détenu par l'actionnaire majoritaire après l'émission initiale	52
Tableau 3. 12 La performance opérationnelle selon le degré de la SEI*	53
Tableau 3. 13 La performance opérationnelle selon la taille	54

Tableau 3. 14 La performance opérationnelle selon le prestige du courtier	55
Tableau 3. 15 La performance opérationnelle selon le secteur d'activité	56
Tableau 3. 16 Le rendement anormal cumulé des émissions initiales tunisiennes	59
Tableau 3. 17 La distribution du RAC (0, +36) en fonction des secteurs d'activités	61
Tableau 3. 18 La distribution du RAC (0, +36) en fonction du prestige du courtier	62
Tableau 3. 19 La distribution du RAC (0, +36) en fonction de la taille de l'émission	62
Tableau 3. 20 La distribution du RAC (0, +36) en fonction du degré de la SEI.....	63

Introduction

Pour soutenir la croissance de ses activités et faire face à une concurrence vulnérable et permanente, l'entreprise a toujours besoin de nouvelles sources de financement. Le choix du financement public parmi une grande panoplie de sources de financement n'est jamais une décision simple. Selon Pagano, Panetta et Zingales (1998), les déterminants de la décision de se financer auprès du public dépendent des caractéristiques de la société et des conséquences de cette décision sur la rentabilité et sur l'investissement.

Le passage d'une société privée à une société publique consiste à offrir ses actions sur le marché pour la première fois au moyen d'une émission initiale d'actions. Ce passage permet à la société de bénéficier de plusieurs avantages. L'ouverture au public permet à l'entreprise d'accroître ses capitaux propres et d'améliorer son ratio d'endettement. Ceci lui donnera un grand avantage pour se procurer d'autres emprunts à des coûts plus bas. Raja(1992) montre qu'en accédant au marché de capitaux, la société peut mettre à jour ses dettes et diminuer ses coûts de financement. Par ailleurs, la publicité qui accompagne toute la procédure de l'émission initiale permet à la société d'acquérir une position prestigieuse par rapport à ses rivales. Cette notoriété permet de développer un sentiment de confiance chez ses clients, fournisseurs, personnels et les bailleurs de fonds notamment les sociétés de capital de risque. Tous ces avantages sont accompagnés cependant de plusieurs désavantages.

Toutefois, l'introduction en bourse est coûteuse aussi bien en temps qu'en argent. En termes de temps, le processus d'introduction est toujours plus long que prévu. D'où la nécessité d'une grande attention, d'une part sur le placement des titres durant plusieurs mois et d'autre part sur les exigences imposées à la société publique, à savoir la divulgation d'informations et tout le processus de rédaction, d'impression et de distribution des rapports trimestriels et annuels. Le coût d'introduction est un facteur important dont il faut tenir compte avant toute décision d'introduction en bourse. A ces coûts, on ajoute les dépenses

indispensables pour la mise en place de la nouvelle structure, des frais juridiques et de publicité.

L'importance des émissions initiales justifie l'intérêt des chercheurs. Ces derniers ont généralement mis en évidence deux phénomènes empiriques. Le premier phénomène : La sous-évaluation initiale est le fait qu'une entreprise est introduite au marché à un prix d'émission largement inférieur au prix établi par le marché peu après l'émission. Ceci constitue également un coût indirect aux entreprises émettrices. Plusieurs recherches ont montré que cette anomalie varie d'un pays à un autre. Le deuxième phénomène est la contre-performance à long terme des émissions initiales. Ritter et Welch (2002) montrent qu'il y a une dépréciation significative dans les trois ans qui suivent l'introduction en Bourse pour les émissions initiales américaines. Kooli et Suret (2004), en considérant un échantillon composé de 445 émissions initiales canadiennes entre 1992 et 1998, confirment également la contre-performance à moyen et long terme des émissions initiales et montrent que l'ampleur de cette anomalie varie en fonction de la méthode de calcul utilisée.

L'objectif de notre travail est d'examiner le comportement à court, moyen et long terme des émissions initiales en Tunisie. Le choix du marché tunisien est dû au fait qu'il représente un marché émergent, récent et qui fait l'objet de plusieurs réformes depuis 1989. C'est un marché de petite taille comparativement aux marchés américains et canadiens. Il serait par ailleurs difficile d'extrapoler les résultats des études antérieures et de les appliquer sur ce marché.

Notre travail comprend deux parties. La première partie sera divisée en trois volets. Le premier étant d'analyser les études antérieures afin d'en dégager les avantages et les inconvénients des émissions initiales avec une comparaison entre le marché américain, canadien et tunisien. Le deuxième volet sera réservé à une analyse approfondie du premier phénomène : la sous-évaluation initiale. L'étude du deuxième phénomène : la performance à moyen et long terme des émissions initiales fera l'objet du troisième volet.

CHAPITRE I

UN SURVOL DES ÉMISSIONS INITIALES

1.1 Avantages et inconvénients de l'émission initiale

L'introduction en bourse constitue une étape importante dans la vie d'une entreprise. Ainsi, chaque firme doit prendre en considération tous les avantages et les inconvénients qui se présentent avant toute décision d'émettre des actions. Dans ce chapitre, nous présenterons les avantages et les inconvénients de l'introduction en bourse.

1.1.1 Les avantages

1.1.1.1 Financement diversifié

Pour financer ses investissements, l'entreprise fait appel, en plus de ses fonds propres au financement externe qui peut se faire soit par les emprunts bancaires soit par l'appel public à l'épargne. Pagano et Roell (1998) ont montré que plus les firmes ont des taux de croissance et d'investissement élevés, plus leurs motivations à s'introduire en bourse seront grandes.

Pagano, Panetta et Zingales (1998) considèrent le marché italien durant la période 1982 et 1990 et examinent les changements d'investissement chez deux types d'entreprises à savoir : les entreprises indépendantes et les *carve-out*¹ après leurs introductions. Ils ont trouvé que les entreprises indépendantes sont plus motivées à chercher des fonds par un appel public à l'épargne après un grand volume d'investissement qui suscite généralement un niveau de

¹ Carve-outs : ce sont les filiales d'une société mère déjà cotée.

rendement anormal. L'introduction contribue à réduire l'effet de levier et à récupérer une part des investissements. En publiant leurs états de résultat de façon périodique, ces entreprises arrivent à réduire et à diversifier leurs emprunts auprès de différentes banques.

De plus, Pagano, Panetta et Zingales (1998) ont constaté que l'endettement est un déterminant positif de la décision d'introduction. En effet, les entreprises fortement endettées sont plus motivées à s'introduire en bourse pour substituer l'endettement par des fonds propres. Ils constatent aussi une diminution significative du taux d'endettement après une introduction en bourse de l'ordre de 40 à 70 points de base.

Comme l'explique Rajan (1992), l'entrée en bourse donne à l'entreprise un nouveau pouvoir de négociation auprès des banques. Il affirme que l'entreprise nouvellement introduite pourrait bénéficier de trois types de contrats de dettes à savoir le crédit bancaire à court terme, le crédit bancaire à long terme et les obligations à long terme.

Grâce à la diversité des sources d'endettement et à la concurrence entre les différents créanciers (les banques et le public), les firmes cotées peuvent élaborer des structures d'endettement optimales qui diminuent leurs coûts de capital.

1.1.1.2 Notoriété

Une fois cotée en bourse, la firme aurait plus de contact avec le public et jouirait d'une grande notoriété. En effet, ses rapports financiers seront publiés de façon périodique, elle sera toujours présente dans les journaux et fera l'objet d'une attention plus soutenue de la part des intermédiaires financiers.

Merton (1987) explique que l'avantage d'être une firme publique dépasse le simple renforcement des fonds propres. L'amélioration de la base des investisseurs réduit le coût de capital et augmente la valeur de l'entreprise en adoptant une structure de propriété dispersée. Les firmes les moins connues et les firmes à activité risquée sont plus intéressées à s'introduire en bourse. Ritter et Welch (2002) affirment que l'introduction en bourse est un

moyen d'améliorer la valeur de la firme. En effet, une entreprise publique inspire plus de confiance aux investisseurs, clients, créanciers et fournisseurs.

1.1.1.3 Diversification du portefeuille

L'introduction en bourse permet aux anciens actionnaires d'améliorer le rendement de leurs portefeuilles en les diversifiant. Cette diversification peut être réalisée soit en vendant une fraction d'actions de leurs firmes, soit en augmentant le capital par acquisition de parts d'autres entreprises.

Le modèle développé par Pagano (1993) montre que lorsque les coûts d'introduction sont assez élevés, le nombre des entreprises procédant à une introduction sera faible et par conséquent le gain de la diversification sera peu significatif. Ainsi, il déduit qu'avant de procéder à une émission initiale, chaque firme doit faire un compromis entre les gains suscités par la diversification d'une part et les coûts d'introduction d'autre part.

1.1.1.4 Surveillance et Liquidité

En prenant toutes les décisions et les stratégies nécessaires pour le développement de l'entreprise, l'actionnaire majoritaire aura un bénéfice privé appelé bénéfice de surveillance.

Dans ce contexte, Pagano et Roell (1998) expliquent que dans le cas où l'entrepreneur fondateur se trouve face à une situation où il ne peut plus financer des nouveaux besoins d'investissements, il doit faire un compromis entre les coûts élevés de surveillance dus à la présence d'un nouvel actionnaire important dans la firme et le coût d'introduction en bourse.

Holmström et Tirole (1993); Pagano, Panetta et Zingales (1998) affirment que le fait de lier la rémunération du personnel avec l'évolution de la valeur des actions ou des options sur actions facilite la tâche de surveillance et donne de bons résultats.

En testant l'effet de liquidité sur la surveillance, Maug(1998) est arrivé à montrer que l'introduction en bourse est une fonction croissante de l'efficacité de la surveillance, de la possibilité de diversification du portefeuille et de la liquidité du marché.

Kadelec et Mconnell (1994) trouvent que l'augmentation de prix des actions des firmes nouvellement introduites en bourse est une conséquence naturelle de l'amélioration de la liquidité.

Dans ce contexte, Amihud et Mendelson (1986) ont tenté d'expliquer l'effet des émissions initiales sur la liquidité des principales bourses. Ils ont trouvé qu'après l'introduction, le spread « bid-ask » diminue; ce qui augmente la valeur des actions d'une firme.

1.1.1.5 Changement du contrôle

En analysant le marché italien, Pagano, Panetta et Zingales (1998) affirment l'existence d'une hausse anormale de la rotation de prise de contrôle juste après l'introduction en bourse. Ils indiquent que l'introduction en bourse incite à un transfert de contrôle chaque fois que l'entreprise affiche de mauvaises performances.

1.1.1.6 Structure de propriété dispersée

L'introduction en bourse est un moyen efficace pour avoir une structure de propriété dispersée. En effet, Booth et Chuat (1996) affirment que les émetteurs sur le marché américain sous-évaluent leur action lors de l'introduction en bourse pour avoir une structure de propriété dispersée. De même, une étude a été effectuée par Brenan et Frank (1997) sur le marché britannique montrant que les firmes sous-évaluent leurs actions pour réduire la fraction détenue par chaque actionnaire. En d'autres termes, si les actionnaires s'intéressent à une structure de propriété dispersée, il faut anticiper une vente importante de leur part. Pour Chemmanur et Fulghieri (1999), le fait d'avoir une structure de propriété concentrée sur quelques investisseurs au sein des firmes privées diminue le pouvoir de l'entrepreneur.

1.1.1.7 Fenêtre d'opportunité

L'introduction en bourse permet aux anciens propriétaires de récupérer leur investissement avec une bonne marge de profit en cédant une partie ou la totalité de leur part. En effet, Ritter (1991) affirme que lorsqu'une compagnie se rend compte que le marché surévalue les actions des firmes du même secteur, elle devient plus motivée à s'introduire en bourse.

L'activité des émissions initiales est caractérisée par des périodes chaudes et des périodes froides. Durant les périodes chaudes, la demande est forte de la part des investisseurs, ce qui pousse les prix à la hausse. Par contre, la demande est assez faible durant les périodes froides. Fama et French (2003) affirment que le rendement à court et moyen terme des émissions initiales dépend de la nature de la période. En effet, en observant un échantillon entre 1980 et 2001, ils ont trouvé que durant les périodes chaudes, les émissions initiales affichent un taux de rendement très faible. Plusieurs études montrent que les entreprises s'ouvrant au public dans des périodes chaudes sont la plupart du temps surévaluées.

1.1.2 Les inconvénients

1.1.2.1 Les coûts directs

Les coûts directs se partagent sur trois étapes du processus de l'émission initiale. En premier lieu, une société doit faire face aux dépenses liées à la mise en place d'une nouvelle structure pouvant adopter le statut public telles que les frais juridiques, l'augmentation des charges salariales liées à l'administration et la commission des vérificateurs internes et externes. En deuxième lieu, les frais liés à l'émission et qui regroupent la commission des placeurs, les frais liés à la préparation du prospectus et les frais juridiques. Les honoraires des placeurs représentent la plus grande charge de tout le processus d'émission. Ils sont calculés sous forme de pourcentage en fonction du montant de l'émission. Finalement et en troisième lieu se trouvent les coûts continus de publication d'information et d'administration. Ritter (1987) a estimé que les coûts fixes relatifs à une introduction sont en moyenne de 250,000

\$CAN et les coûts variables sont de l'ordre de 7 % du total du coût de l'émission initiale. Ainsi, Pagano, Panetta et Zingales (1998) trouvent qu'il existe une corrélation positive entre la taille de la firme et la probabilité de l'introduction. En d'autres termes, plus la firme est de grande taille, plus elle aura une structure financière capable de subvenir aux frais d'introduction.

1.1.2.2 La perte de confidentialité et de contrôle

En devenant publique, chaque firme sera dans l'obligation de dévoiler ses informations, ses stratégies à court et long terme et même son plan de recherche développement qui représente un avantage compétitif considérable pour l'entreprise.

Tableau 1. 1 Les avantages et inconvénients des E.I

Les avantages des E.I	Les inconvénients des E.I
<ul style="list-style-type: none"> - Financement diversifié - Notoriété - Diversification du portefeuille - Surveillance et liquidité - Changement du contrôle - Structure de propriété dispersée - Fenêtre d'opportunité - Accès à la main d'œuvre qualifiée - Prestige - Valeur marchande plus importante 	<p>Les coûts directs :</p> <ul style="list-style-type: none"> - Les frais de publicités - Les frais de publications des rapports - Frais juridiques - Frais des vérificateurs et des intermédiaires - Augmentation des charges fiscales - Augmentation des charges salariales - Volatilité des marchés financiers <p>Les coûts indirects :</p> <ul style="list-style-type: none"> - La sous-évaluation initiale - La perte de confidentialité et de contrôle

1.2 Les émissions initiales aux États-Unis et au Canada

Ritter et Welch (2002) analysent l'évolution des émissions initiales aux États-Unis entre 1980 et 2001 et trouvent qu'en moyenne, le nombre des compagnies qui procèdent à une émission initiale est de l'ordre d'une compagnie par jour. D'ailleurs, ils ont remarqué que durant la période de 1980 à 2000, le volume des émissions a doublé d'une année à une autre pour atteindre 65 milliards de dollars américains avant de chuter à 34 milliards de dollars américains en 2001. Le produit brut moyen d'une émission observée est de 78 millions de dollars américains² (M\$US).

En faisant une comparaison entre le marché américain et le marché canadien, Kooli, Suret et Carpentier (2003) trouvent qu'entre la période 1991 et 2000, le marché canadien, tous secteurs confondus, présente 1891 émissions dont 1023 émissions de capital démarrage qui font 32,03 milliards de dollars canadiens. Le volume d'une émission fait en moyenne 17 millions de dollars canadiens (M\$CAN) pour toutes les émissions, et 31 millions de dollars s'ils excluent les sociétés de capital de démarrage (SCD)³. Durant la même période, aux États-Unis, une émission conventionnelle (dont le produit brut est supérieur à 5 M\$US) réussit, en moyenne, d'absorber 82 M\$CAN. Les émissions canadiennes représentent 7 % de celles relevées aux États-Unis. Ils trouvent aussi que les émissions initiales dont le montant est inférieur à 5 M\$CAN représentent 61 % du total des émissions. Ainsi, ils concluent que le marché canadien est un marché de petites émissions dont le produit brut ne dépasse pas généralement 2,5 M\$CAN.

Par ailleurs, l'étude de Kooli et Suret (2003) fournit un apport considérable sur les coûts d'une émission initiale au Canada et aux États-Unis. Ces deux chercheurs ont analysé un échantillon composé de 513 émissions canadiennes et 1188 émissions américaines durant la période 1997 et 1999.

² 1 \$US \approx 1,25 \$CAN

³ SCD : c'est le Junior Capital Pool (JCP) : c'est un programme destiné aux compagnies de petites tailles qui veulent avoir des fonds par le biais d'une émission initiale.

Tableau 1. 2 Échantillon d'émissions entre 1997 et 1999

Bourses	Nombre d'émissions	Produit brut en (US \$M)
TSE+CDNX non-JCP	218	7597.3
CDNX- JCP	295	53.47
Total : Canada	513	7,650.8
AMEX	34	740
NASDAQ	982	61,644.2
NYSE	144	54,796.4
OTC	28	269.2
Total : \$US	1188	117,448.8

Source : Kooli et Suret (2003)

D'après une analyse sectorielle de l'échantillon, ils montrent que la majorité des émissions canadiennes sont effectuées par des entreprises technologiques ou de ressources minières, de pétrole et gaz. Alors qu'aux États-Unis, ils trouvent qu'il y avait 982 émissions sur le Nasdaq affirmant ainsi la dominance du secteur technologique. D'autres parts, en faisant une comparaison entre le volume d'émission dans les deux pays, ils arrivent à trouver qu'en moyenne, il existe 10 émissions sur le Nasdaq contre une émission au TSE durant la période de l'étude.

Par ailleurs, ils trouvent que la méthode la plus sollicitée par les entreprises américaines et canadiennes pour s'introduire en bourse est l'engagement ferme. En appliquant cette méthode, la firme émettrice peut se départir du risque de souscription en le transférant au souscripteur. En effet, ce dernier achète les titres de la part de l'émetteur et se charge de les vendre. Comme le montre le tableau 1.3, en utilisant la méthode de l'engagement ferme au lieu de celle de prise pour compte, une entreprise canadienne pourrait épargner 5 % du total des coûts directs. Contrairement à la première méthode, en choisissant la méthode de prise pour compte, l'émetteur subit tout le risque de souscription et le souscripteur se comporte comme un simple agent dont la mission est de trouver les investisseurs potentiels. Dans le cas où il n'y a pas assez d'investisseurs, l'émission est annulée et la compagnie assure tous les frais. Mais dans certains cas, les entreprises n'ont pas vraiment le choix, surtout les petites qui sont plus risquées. Ces dernières auront du mal à adopter la méthode de l'engagement ferme.

Le tableau 1.3 montre encore qu'aux États-Unis, le coût total de la méthode de prise pour compte est de l'ordre de 36,49 % du produit brut alors qu'il est de 48,2 % en utilisant la méthode de l'engagement ferme. Contrairement au marché américain, sur le marché canadien, la méthode de l'engagement ferme est nettement moins chère (37,19 % du produit brut de l'émission initiale contre 64,86 % pour la méthode de prise de participation). Kooli et Suret (2003) ont trouvé que parmi les 40 émissions américaines qui ont utilisé la méthode de prise pour compte, 34 émanent des entreprises de service financier, ce qui explique leurs faibles coûts d'introduction.

Tableau 1. 3 Les coûts directs et indirects par type de contrat

Type de contrat	Canada*		États-Unis	
	Engagement ferme	Prise pour compte	Engagement ferme	Prise pour compte
échantillon A :				
Nombre d'émission	114	104	1,148	40
Produit brut (M\$US)	6 686,13	911,2	114 078,9	3 370,9
Moyenne du produit brut (M\$US)	59,75	8,76	99,37	84,27
échantillon B :				
Compensation du souscripteur (%)	8,08%	9,64%	7,11%	3,56%
Autres frais (%)	6,03%	9,54%	3,33%	2,66%
Total des coûts directs	14,39%	19,19%	10,44%	6,22%
Niveau de la sous-évaluation	22,8%	45,67%	37,76%	30,27%
Coût total d'une émission	37,19%	64,86%	48,2%	36,49%

Source : Kooli et Suret (2003)

* échantillon exclut les Junior Capital Pool (JCP)

En comparant les coûts d'émission dans les deux marchés, Kooli et Suret (2003) ont trouvé que le coût direct d'une émission initiale varie en fonction de la taille de l'émission. En effet, le total du coût direct sur le marché canadien est de l'ordre de 15,98 % pour une émission allant de 1 M\$US à 9,9 M\$US, de 9,45 % pour une émission allant de 10 M\$US à 49,9 M\$US, 8 % pour une émission allant de 50 M\$US à 99,9 M\$US et de 7,28 % pour toute émission dont la taille dépasse 100 M\$US. En ce qui concerne le marché américain, le coût direct d'émission varie en moyenne entre 17,99 % et 7,28 %, en fonction de la taille de l'émission.

Le tableau 1.4 montre encore que les frais du souscripteur représentent la plus grande partie des coûts directs dans les deux pays d'une part et que le coût de souscription aux États-Unis (7,22 %) est légèrement supérieur au coût observé sur le marché canadien (7,19 %) pour la période d'étude d'autre part. Par ailleurs, les chercheurs montrent que pour les émissions de petite taille, il est plus coûteux de faire une émission aux États-Unis.

Tableau 1. 4 Comparaison des coûts en fonction de la taille : 1997-1999

Canada*						États-Unis				
Taille de l'émission (M\$US)	Nombre d'émissions	Frais de souscription	Autres frais	Total du coût direct	Niveau de sous-évaluation	Nombre d'émissions	Frais de souscription	Autres frais	Total du coût direct	Niveau de sous-évaluation
1,0-9,9	53	8,12%	7,86%	15,98%	30,61%	119	9,29%	8,7%	17,99%	9,05%
10-49,9	49	6,14%	3,31%	9,45%	11,30%	532	6,93%	3,7%	10,63%	26,15%
50,0-99,9	10	6%	2%	8%	10,76%	300	6,88%	2,12%	9%	55,57%
100 et plus	16	5,53%	1,75%	7,28%	8,88%	237	6,09%	1,2%	7,29%	67,19%
Moyenne		6,88%	4,9%	11,78%	18,95%		7%	3,3%	10,3%	37,5%
Moyenne pondérée par la taille		5,35%	1,84%	7,19%	5,11%		5,79%	1,43%	7,22%	38,38%

Source : Kooli et Suret (2003)

* échantillon exclus les Junior Capital Pool (JCP)

1.3 Les émissions initiales en Tunisie

En Tunisie, la dernière décennie a été marquée par une série de réformes économiques visant à assurer le passage d'une économie dirigée à une économie de marché. Pour relancer un marché financier inactif depuis 1969, la Tunisie a adopté un plan d'ajustement structurel. Depuis 1988, les réformes touchant le volet réglementaire ont acquis la primauté sur les autres champs de développement du marché tunisien. Parmi ces réformes, on peut citer la restructuration fiscale encourageant l'appel public à l'épargne (émission initiale).

Selon le rapport de la banque centrale en 2004, le renforcement des émissions par les premiers appels publics à l'épargne était accompagné d'échanges de capitaux peu convaincants et d'une décélération des indices boursiers. En effet, la bourse a connu une évolution erratique depuis sa création : d'abord une croissance exceptionnelle de 1990 à 1995 qui a porté la capitalisation boursière à 3967 MDT (3967 M\$CAN) ; ensuite une phase de

correction qui a duré de 1995 à 1998; une reprise en 1999 et 2000, mais enfin une rechute juste après. En 2004, la bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT) a enregistré une capitalisation de 3085 MDT (3085 M\$CAN).

Tableau 1. 5La capitalisation boursière sur le marché tunisien : 1990-2004

Année	Capitalisation boursière en millions de dinars Tunisien (MDT)*	Volume de transaction en MDT*		Taille de l'émission en MDT*
		Global	cote de la bourse	
1990	448	68	17	74
1991	610	91	28	136
1992	790	128	30	106
1993	1000	162	54	92
1994	2525	531	330	485
1995	3967	927	684	480
1996	3892	626	274	357
1997	2632	590	287	495
1998	2452	927	237	190
1999	3326	881	554	1681
2000	3889	1814	919	2791
2001	3276	1204	509	2976
2002	2842	1006	343	2752
2003	2976	948	238	2305
2004	3085	686	317	2800

Sources : Bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT) et Conseil du marché financier (CMF)

*Taux de change : 1 dinar tunisien \pm 1 dollar canadien ; MDT : millions de dinars tunisiens.

L'appel des entreprises à l'épargne a connu une évolution vigoureuse de 49 % entre 1990 et 1995 avant de chuter à un niveau de 3 % durant la deuxième moitié de la décennie, mais sans que le financement direct par titres de dette et par action ne décolle véritablement.

L'étude de SMART finance & GMA⁴ (2002) montre que la capitalisation de la Bourse rapportée au PIB est passée de 5,1 % en 1991 à 23,3 % en 1995 avant de rechuter à 14,6 % en 2000 sous l'effet de la baisse des prix⁵. En calculant la moyenne de la capitalisation entre 1994 et 1999, la Tunisie affiche 16,1 % du PIB loin derrière la Thaïlande 59,53 %, l'Égypte

⁴ Smart finance et GMA Capital Markets : « Etude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie » mai 2002.

-SMART finance : est une société de consulting spécialisée dans l'analyse des sociétés cotées à la bourse de Tunis

-GMA capital Markets : offre des services et des conseils pour les institutions financières et autres dans les pays émergents.

⁵ Voir annexe : la capitalisation boursière en Tunisie

22,84 %, le Maroc 29,17 %, la Turquie 30,11%. En 1999, les agents économiques n'ont pu lever que 8 % sur le marché des capitaux contre 177 % en Europe et 345 % aux États-Unis⁶.

Le rapport annuel 2004 de la BVMT montre que le secteur financier continue à dominer la composition du marché puisqu'il représente 60 % de la capitalisation totale. De plus, il montre que le secteur bancaire représente plus de 42 % de la capitalisation boursière totale.

Selon le rapport de la Banque centrale de Tunisie, le secteur privé ne représente que 10 % du recours en financement direct. En 2004, le volume des émissions par appel public à l'épargne (APE) totalise 2800 MDT⁷ (2800 M\$CAN) dont 2596 MDT (2596 M\$CAN) de l'État (BTA et BTCT⁸). D'autre part, les émissions de BTA affichent une hausse d'une année à une autre, de 1039 MDT (1039 M\$CAN) en 2003 à 1916 MDT (1916 M\$CAN) en 2004 ce qui représente une augmentation de 84,4 % contre une décélération des émissions des BTCT pour la troisième année consécutive, allant de 1084 MDT (1084 M\$CAN) en 2003 à 860 MDT (860 M\$CAN) en 2004 affirmant de ce fait la préférence du trésor public pour les émissions à longues périodes, au détriment des émissions à courtes périodes.

Les émissions de titres effectuées par les sociétés cotées en 2004 présentent, toutes catégories de titres confondues, une hausse de 55 % par rapport à l'année précédente qui affiche un volume d'émission de 120MDT (120 M\$CAN). Toutefois, le volume d'émission reste en déca de 336 MDT (336 M\$CAN) atteint en 2001. Les sociétés du secteur bancaire représentent 91 % du total des émissions d'actions⁹.

La Bourse de Tunis, dans un intervalle de quinze ans, a enregistré un nombre de sociétés cotées ne dépassant pas la cinquantaine. En effet, ce nombre a doublé en atteignant 26 entre 1990 et 1995 avant de marquer un taux d'admission plus faible dans les années qui suivent. En 2003 et 2004, il n'y a eu aucune introduction sur le marché. En 2005, la BVMT a enregistré trois introductions des entreprises suivantes : Gif filter, Assad et Karthago Airlines.

⁶ Voir annexe : positionnement de la Tunisie en termes d'importance du marché financier dans l'économie.

⁷ MDT : millions de dinars Tunisien

⁸ BTA : Bons de Trésor Admissible ; BTCT : Bons du trésor à court terme

⁹ Rapport 2002 et 2004 de la BVMT

D'autre part, l'étude effectuée par Smart finance & GMA montre que, proportionnellement à d'autres pays en voie de développement, la taille des offres publiques sur le marché tunisien est restreinte. Sur une période allant de 1999 à 2001, les offres publiques sur le marché marocain ont permis d'éponger l'équivalent de 690 MDT et le marché tunisien enregistre seulement 172MDT (172 M\$CAN).

La capitalisation détenue par les étrangers a connu une significative évolution depuis 1997, passant de 21 % à 24 % en 2000¹⁰. Ceci dit, elle reste toujours faible par rapport à d'autres pays en voie de développement. L'étude de Smart finance& GMA déduit que la faible réaction de la bourse face aux chocs et aux événements internationaux est expliquée par son faible degré d'internationalisation. Le rapport de la BVMT en 2004 mentionne un volume de 169 millions de dinars (169M\$CAN) acquis par les investisseurs étrangers contre un volume de cession de 117 millions de dinars (117 M\$CAN), qui nous fait un solde négatif de 52 millions de dinars (52 M\$CAN).

La Bourse de Tunis présente deux indices boursiers : B.V.M et TUNINDEX¹¹. L'indice B.V.M est un indicateur de la santé du marché financier. Il a été fixé à 100 en septembre 1990 sur la base des 13 sociétés valeurs qui étaient cotées sur la Bourse de Tunis. L'indice TUNINDEX est un indice de capitalisation boursière. Sa publication a commencé le 1er avril 1998 avec une base 1000 le 31 décembre 1997.

¹⁰ Rapport 2000 de la BVMT

¹¹ Annexe A: les indices

Tableau 1. 6 Évolution des indices boursiers

Année	BVM base 100	TUNINDEX base 1000
1990	127,76	-
1991	170,6	-
1992	199,37	-
1993	251,02	-
1994	507,22	-
1995	634,71	-
1996	570,64	-
1997	455,64	-
1998	465	917
1999	810	1192,57
2000	1424,91	1442,61
2001	996,09	1266,89
2002	782,93	1119,15
2003	939,78	1250,18
2004	974,82	1331,82

Sources : Bourse des valeurs mobilières de Tunis (BVMT) et Conseil du marché financier (CMF)

En 1999, l'indice TUNINDEX a enregistré une hausse d'environ 30 % alors qu'il était de 8% une année auparavant. En 2004, la BVMT a enregistré une hausse de 11,7 %. De son côté, l'indice BVMT a progressé de 74 % à la fin de l'année 1998.

Pour s'introduire en bourse, l'entreprise confie tout le processus à un intermédiaire. Ce dernier sera responsable de la fixation de la fourchette du prix et de toute la procédure nécessaire du processus d'émission. Pour fixer le prix d'émission, l'intermédiaire en bourse procède généralement en deux étapes. La première étant d'analyser de façon approfondie la situation de l'entreprise émettrice et de proposer une éventuelle fourchette de prix à l'émetteur pour la valider. Lors de la deuxième étape, l'intermédiaire, en informant les clients susceptibles d'investir ainsi que les banques, arrive à établir une fourchette de prix définitive des titres. L'émetteur approuve en fixant un prix minimum. Le souscripteur confirme la faisabilité de l'offre au prix minimum proposé et essaye de trouver un bon compromis entre le placement garanti et le placement public. En dernier lieu vient le rôle du CMF (l'équivalent SEC aux États-Unis) et la B.V.M.T (Bourse des valeurs mobilières de Tunis) pour approuver l'admission des titres à la cote de la bourse.

On remarque que le processus d'introduction en bourse est assez long sur la place tunisienne, cette période dure en moyenne 2 ans. D'autres entraves se présentent lors d'une introduction telles que :

La rigidité du législateur qui exige trois états financiers certifiés, deux exercices bénéficiaires et une distribution des dividendes au cours des deux dernières années pour accéder au premier marché¹².

Le problème de valorisation des titres. L'État émet généralement des titres à des prix attractifs dans le but de promouvoir l'actionnariat populaire et d'assurer une bonne performance boursière. Selon SMART finance & GMA, les prix d'introduction sont généralement inférieurs de 15 % à 20 % du prix réel. Par contre, l'investisseur privé propose généralement des titres surévalués sous prétexte qu'il est le mieux informé du comportement à long terme de l'entreprise et du secteur en général.

¹² Arrêté du ministre des finances du 13 Février 1997 : portant visa du Règlement Général de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis

CHAPITRE II

LES ANOMALIES ASSOCIÉES AUX ÉMISSIONS INITIALES

2.1 La première anomalie associée aux émissions initiales : la sous-évaluation initiale (SEI)

2.1.1 Le phénomène de la sous-évaluation initiale

La sous-évaluation initiale est égale à la différence entre le prix d'offre (prix d'émission) et le prix établi par le marché le premier jour de l'émission. L'argent laissé sur la table « *money left on the table* » est une autre mesure de la sous-évaluation initiale et représente la différence entre le prix au marché et le prix d'émission multiplié par le nombre d'actions lors de l'émission initiale.

Plusieurs études antérieures ont montré que les émissions initiales sont, en moyenne, sous-évaluées. Ainsi, l'introduction est devenue une source de richesse pour les nouveaux investisseurs. Ces derniers prennent des parts dans l'espoir de les revendre dès que le cours se stabilise à la hausse. D'un autre côté, la sous-évaluation initiale est un coût indirect pour l'entreprise émettrice. Ritter (2002) analyse le marché des émissions initiales aux États-Unis pour la période de 1980 – 2002 et montre que la sous-évaluation initiale n'est pas constante dans le temps. Aux États-Unis, le montant laissé sur la table par les émetteurs est passé de 1.6 millions de dollars américains (M\$US), en moyenne, dans les années 80 à 8 M\$US durant la période 1990-1998. Selon Ritter (2002), le montant d'argent laissé sur la table durant la bulle spéculative est de 78 M\$US. Le tableau 2.1 synthétise les résultats obtenus.

Tableau 2. 1 Analyse des émissions initiales américaines entre 1980-2001

Année	Nombre des émissions initiales	Le Rendement moyen de la 1 ^{re} journée en %	L'agent laissé sur la table en millions de dollars américains			
			Nominal		Par rapport au pouvoir d'achat en 2001**	
			Moyenne	Total	Moyenne	Total
1980	70	14,5	2,6	181	5,8	408
1981	191	5,9	0,7	132	1,4	264
1982	77	11,4	1,7	133	3,2	245
1983	442	10,1	1,9	832	3,3	1,479
1984	172	3,6	0,3	50	0,5	86
1985	179	6,3	1,2	215	2	354
1986	378	6,3	1,7	649	2,7	1,030
1987	271	6	2,4	649	3,8	1,019
1988	97	5,4	1,3	124	1,9	186
1989	105	8,1	2,2	233	3,2	336
1990	104	10,8	3,2	330	4,4	454
1991	273	12,1	5,1	1,379	6,5	1,788
1992	385	10,2	4,4	1,708	5,6	2,148
1993	483	12,8	6,6	3,203	8,1	3,915
1994	387	9,8	3,6	1,386	4,3	1,650
1995	432	21,5	10,1	4,342	11,7	5,033
1996	621	16,5	10,5	6,533	11,9	7,383
1997	432	13,9	9,9	4,267	10,8	4,668
1998	267	22,3	18,6	4,977	20	5,352
1999	457	71,7	78	35,627	83	37,943
2000	346	56,1	77,4	26,772	80	27,682
2001	80	14	37,2	2,973	37,2	2,973
1980-1989	1,982	7,4	1,6	3,198	2,7	5,409
1990-1998	3,384	14,8	8,3	28,125	9,6	32,390
1999-2000	803	65	77,7	62,398	81,7	65,625
2001	80	14	37,2	2,973	37,2	2,973
Total	6,249	18,8	15,5	96,694	17	106,397

Source : Ritter (2002)

* Pendant la période : 1980 et 2001, le CPI a augmenté de 125 %. Ritter et Welch (2002) ont ajusté les montants en multipliant par 2.25

Ritter et Welch (2002) précisent que ceux qui veulent investir dans les petites sociétés d'Internet tendent généralement à sous-évaluer l'émission, car ils partent du principe que le marché est en train de gonfler le prix. Ils appellent cette théorie « *the leaning against the wind theory* ».

Ces auteurs affirment que le souscripteur reçoit une rémunération en termes du pourcentage de l'offre (généralement, elle est de l'ordre de 7 % du total de la transaction). Ritter et Welch (2002) trouvent que le souscripteur affiche des prix de plus en plus bas lorsque la compensation est calculée uniquement sur la base de la différence entre le prix d'achat et le prix de vente. En d'autres termes, il existe une corrélation négative entre la sous-évaluation et les frais du souscripteur.

Loughram et Ritter (2002) affirment également que les émetteurs prêtent beaucoup plus d'attention au changement de la richesse qu'au volume. Même s'ils se trouvent avec un grand manque à gagner à la fin (les actions fortement sous-évaluées), les émetteurs ne seront pas déçus tant qu'ils ont réussi à ramasser le montant nécessaire d'argent.

Ritter et Welch (2002) font la distinction entre la rémunération directe et indirecte des souscripteurs. La rémunération directe est le montant d'argent perçu par le souscripteur de la part de l'émetteur sous forme de remise. Si la rémunération dépasse les 10 %, la SEC intervient pour vérifier la transaction. En vendant les actions à des prix supérieurs au prix d'achat, le montant des gains générés par cette transaction représente la rémunération indirecte. Ritter et Welch (2002) reprochent au SEC de ne pas encore trouver des moyens pour faire face à cette rémunération indirecte exagérée.

Le tableau 2.2 présente une synthèse des différents travaux effectués sur la sous-évaluation dans différents marchés. Il ressort de ce tableau que les rendements des émissions initiales diffèrent selon les pays et la période d'étude. Ljungqvist (2005) explique que ces différences sont en partie attribuées aux caractéristiques du cadre institutionnel dans lequel l'introduction en bourse est évaluée. Kooli (2000) ajoute que l'amplitude des rendements anormaux à court terme dépend de la méthode utilisée.

Tableau 2. 2 Résultats des différents travaux sur la sous-évaluation initiale selon la méthode utilisée

la sous-évaluation initiale est calculée selon les quatre méthodes suivantes : SE(1) : (prix de fermeture du premier jour de transaction – prix d'émission)/prix d'émission ; SE(2) : [(prix de fermeture du premier jour de transaction- prix d'émission)/prix d'émission]-[indice du marché au premier jour de transaction – indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé] ; SE(3) : $AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$, où R_{it} et R_{mt} sont respectivement le rendement de l'action i et le rendement du portefeuille de contrôle au jour t ; SE(4) : [(moyenne des prix de fermeture des premiers jours de transaction – prix d'émission/ prix d'émission)-(bêta de la firme i)*[moyenne de l'indice du marché aux premiers jours de transaction – indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé]/indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé]

Auteurs	Pays	Mesure de la SEI*	Période	Nombre d'E.I	Revue
Affleck-Graves et al. (1996)	Etats-Unis	SEI (1)=10,99% SEI (2)=10,91%	1975-1985	1183	Financial Management
Aggarwal et Rivoli (1990)	Etats-Unis	SEI (2) = 10,67%	1977-1987	1598	Financial Management
Clarkson et Merkley(1994)	Canada	SEI (1)= 6,44%	1984-1987	180	Revue canadienne des sciences de l'administration
Derrien et Womack(1998)	France	SEI (1)=13,23%	1992-1998	264	Document de travail
Firth (1997)	Nouvelle-Zélande	SEI(2)=25,87%	1979-1987	143	Pacific-Basin Finance Journal
Guidici et Paleari (1999)	Italie	SEI(1)=23,87% SEI(2)=20,33%	1985-1987	135	Document de travail
Kim et al. (1996)	Corée du Sud	SEI(2)=57,56%	1985-1989	169	Pacific-Basin Finance Journal
Lee et al.(1996)	Australie	SEI(1)=16,41% SEI(2)=11,86%	1976-1989	266	Journal of Banking & Finance
Levis (1993)	Royaume-Uni	SEI(2)=14,3%	1980-1988	712	Financial Management
Ljungqvist(1997)	Allemagne	SEI(2)=10,57%	1987-1991	189	European Economic Review
Paudyal et al. (1998)	Malaysia	SEI(1)=61,8% SEI(2)=62,1%	1984-1995	95	Pacific-Basin Finance journal
Ritter (1991)	Etats-Unis	SEI(3)=14,06%	1975-1984	1526	Journal of Finance
Suret et al.(1990)	Canada	SEI(4)=12%	1979-1985	86	Revue candienne des sciences de l'administration
Su et Fleisher (1999)	Chine	SEI(1)=948,5%	1987-1995	308	Pacific-Basin Finance journal

Source : Kooli (2000)

*SEI : sous-évaluation initiale

Kooli (2000) analyse 785 émissions canadiennes entre janvier 1991 et décembre 1998 et montre que la moyenne de la sous-évaluation est de 28,72 %. Kooli (2000) observe que le niveau de la sous-évaluation initiale est fortement lié au secteur d'activité et à la provenance d'émission. En effet, l'étude montre que les émissions initiales des secteurs immobilier, pétrole et gaz et mines sont nettement plus sous-évaluées que les émissions des autres secteurs. Ce qui explique en partie, la présence d'une forte sous-évaluation des émissions de l'Alberta et de la Colombie-Britannique. En outre, Kooli (2000) trouve que les émissions ontariennes affichent une sous-évaluation plus faible due à une réglementation plus stricte et aux tailles d'émissions plus importantes. Kooli (2000) affirme que l'incertitude x ante et l'état du marché avant l'émission expliquent en partie la forte sous-évaluation initiale au Canada.

2.1.2 Les facteurs explicatifs de la sous-évaluation

Loughram et Ritter (2004) retiennent trois hypothèses pour expliquer la variation de la sous-évaluation initiale dans le temps :

Hypothèse du changement de la composition du risque : cette hypothèse a été avancée par Ritter (1984). Elle suppose que les firmes les plus risquées sont sujettes à une plus forte sous-évaluation initiale. Loughram et Ritter (2004) trouvent que durant la bulle spéculative, la majorité des entreprises émettrices sont de petite taille, ce qui explique en partie la forte sous-évaluation initiale durant cette période.

Hypothèse de réalignement des sources de motivation : Selon cette hypothèse le manque d'implication des gestionnaires dans le capital ainsi que la présence d'un actionnariat de plus en plus dispersé rendent les gestionnaires indifférents face à la sous-évaluation initiale. Toutefois, cette hypothèse n'a pas été vérifiée. Durant la période de la bulle spéculative, Loughran et Ritter (2004) trouvent que le degré d'implication des gestionnaires dans le capital de l'entreprise est trois fois plus élevé. Pourtant, ils enregistrent durant cette période le taux le plus important de sous-évaluation initiale.

Hypothèse du changement de la fonction objective des émetteurs : étant donné que la majorité des entreprises émettrices, durant les années 90 et durant la bulle spéculative, sont de petite taille, le plus important pour les émetteurs est d'avoir un souscripteur renommé qui serait capable de souscrire tous les titres émis. Ainsi, ces entreprises acceptent un coût indirect plus élevé, sous forme de sous-évaluation initiale.

Plusieurs auteurs, tels que Baron (1982), Rock (1986) et Ritter (1998), en étudiant les différentes relations entre les émetteurs, les souscripteurs et les investisseurs retiennent plusieurs facteurs explicatifs de la sous-évaluation initiale. Dans ce qui suit, nous présentons les principales hypothèses.

2.1.2.1 L'hypothèse de la malédiction du vainqueur « winner's curse »

Selon Ritter (1998), les investisseurs les moins informés arrivent à acquérir la totalité des parts demandées lorsque les investisseurs les plus informés délaissent l'émission. Face au problème de sélection adverse « *adverse selection* », les investisseurs les moins informés exigent une sous-évaluation suffisamment grande pour compenser l'inégalité dans la répartition des parts lors d'une émission initiale.

L'étude de Rock (1986) montre que les investisseurs mal informés reçoivent la totalité de leur demande lorsque l'offre initiale est peu attrayante tandis que la demande est partiellement absorbée par les investisseurs informés lorsque l'offre est attrayante.

Rock (1986) affirme que le développement du marché primaire dépend de la présence des investisseurs mal informés. En d'autres termes, les investisseurs informés sont insuffisants pour absorber la totalité de l'offre de l'émission initiale. Il affirme que les investisseurs non informés acceptent cette asymétrie d'information, car elle entraîne une sous-évaluation. Beatty et Ritter (1986) affirment que les souscripteurs sous-évaluent les émissions initiales pour attirer et chasser les investisseurs mal informés du marché.

Michaely et Shaw (1994) affirment que la sous-évaluation est moins importante lorsque l'information est distribuée de façon plus homogène.

Beneviste et Spindt (1990) trouvent que le mécanisme du book-building¹³ permet une réduction de l'asymétrie d'information entre les différents investisseurs. Selon ces auteurs, si le souscripteur arrive à révéler l'intérêt et les informations des investisseurs potentiels à travers le mécanisme du book-building, l'asymétrie d'information entre les différents investisseurs présents sur le marché disparaît.

2.1.2.2 Hypothèse de retour d'information pour le marché « the market feedback »

Benveniste et Spindt (1989) affirment que la sous-évaluation est un moyen d'inciter les investisseurs potentiels à révéler leurs connaissances des perspectives futures de la firme émettrice. Les souscripteurs vont ajuster le prix déjà mentionné dans le prospectus préliminaire en fonction de la réaction du marché face à l'information en circulation. Plus l'information qui circule est de bonne qualité, plus la sous-évaluation est forte. Cette hypothèse est confirmée par Loughran et Ritter (2002) et Edelen et Kadlec (2003).

2.1.2.3 Hypothèse du train en marche « the bandwagon hypothesis »

Dans son analyse du comportement des investisseurs, Ritter (1998) constate que malgré la bonne qualité d'information sur le marché, les acheteurs potentiels ne prennent aucun risque d'investir s'ils réalisent qu'une partie des investisseurs sont réticents face à une émission initiale. Pour faire face à cette situation, les souscripteurs offrent une sous-évaluation assez généreuse pour inciter les investisseurs les plus potentiels à prendre des parts et par conséquent les autres vont être entraînés à investir. L'hypothèse avancée par Ritter (1998) pourrait être valide seulement si les souscripteurs potentiels

¹³ Selon le mécanisme de book-building le prix n'est pas fixé d'avance. Le souscripteur propose une fourchette de prix aux investisseurs et étudie leurs réactions afin de déterminer le prix qu'ils sont prêts à payer pour acquérir le titre.

faisaient attention à l'information personnelle détenue à propos d'une émission initiale d'une part, et à la réaction des autres investisseurs d'autre part.

2.1.2.4 Hypothèse du pouvoir de monopsonie du banquier « the investment bankers's monopsony power hypothesis »

Les souscripteurs sous-évaluent généralement les émissions initiales pour minimiser les coûts de marketing. Ritter (1998) affirme que même les banques sous-évaluent leurs émissions initiales. En d'autres termes, les souscripteurs considèrent que la sous-évaluation initiale est un phénomène tout à fait normal.

2.1.2.5 Hypothèse de signalisation

Selon Ritter (1998), le fait de vendre les actions à des prix relativement bas, lors d'une émission initiale, rend les investisseurs plus optimistes pour le futur. Rock (1986) explique que la sous-évaluation est un signal émis par les émetteurs aux futurs investisseurs. Cela sous-entend que la firme est confiante dans l'évolution de sa performance. Par ailleurs, la sous-évaluation doit être significative pour empêcher l'imitation de firmes moins performantes. Selon Allen et Faulhaber (1989), la sous-évaluation est un signal de bonne qualité sur la firme.

2.1.2.6 Hypothèse de la dispersion du capital « the ownership dispersion hypothesis »

D'après Ritter (1998), pour éviter que des nouveaux investisseurs prennent des parts assez importantes dans l'entreprise et auront par conséquent de l'influence sur la prise de décision, les anciens actionnaires préfèrent sous-évaluer l'émission initiale de telle façon à attirer le plus grand nombre de petits investisseurs. Le titre nouvellement émis sera également plus liquide sur le marché, car il est détenu par un grand nombre d'investisseurs.

2.1.2.7 Hypothèse de l'asymétrie d'information entre les firmes émettrices et les souscripteurs

Les entreprises qui ne sont pas cotées sur le marché sont inconnues pour les investisseurs. Ce dernier essaye d'évaluer l'entreprise à partir des informations dont il dispose. La sous-évaluation initiale pour ces firmes « anonymes » est une façon de partager les frais de recherche de l'information.

Baron (1982) affirme qu'il existe toujours un conflit d'agence entre l'émetteur et le souscripteur. En effet, pour s'introduire en bourse, la firme fait toujours appel à un intermédiaire souscripteur renommé. Ce dernier, avec le temps, développe une vision plus globale sur le marché et détient ainsi plus d'informations que l'émetteur. De ce fait, un conflit d'agence pourrait surgir. L'entreprise ne sera pas capable de fixer un prix d'émission, alors elle délègue cette mission à l'intermédiaire. Plus la demande est aléatoire, plus le prix proposé par l'intermédiaire est bas et plus la sous-évaluation est forte.

2.1.2.8 Hypothèse de la réputation du souscripteur

Selon Beatty et Ritter (1986), les souscripteurs ont « un capital de réputation » à préserver lors d'une émission initiale. Les souscripteurs prestigieux vont même refuser de souscrire les émissions de petite taille très risquées (Kooli (2000)). Michaely et Shaw (1994) constatent que plus le souscripteur est réputé, moins la firme est sous-évaluée. Dans le cas où le souscripteur est peu connu, il sera obligé de sous-évaluer le prix de l'action pour créer de la demande. En d'autres termes, une sorte de promotion sera adoptée pour se faire connaître. En effet, la sous-évaluation est moins forte lorsque le souscripteur est expérimenté.

Beatty et Welch (1996) montrent que la relation a changé depuis les années 70 et 80. Ainsi, les souscripteurs renommés sont de plus en plus associés à une grande sous-évaluation. Loughram et Ritter (2004) expliquent que le phénomène de la sous-évaluation est devenu une décision stratégique. Il est considéré comme un moyen d'accroître soit leur richesse ou la richesse des clients. Habib et Ljungqvist (2001) montrent que les émetteurs ne choisissent pas au hasard leurs souscripteurs. Avant qu'il fasse appel à un souscripteur, l'émetteur doit

évaluer le degré de sous-évaluation qu'il pourrait tolérer. Si la firme dispose d'une bonne santé financière, elle ne voit pas l'intérêt de s'adresser à un souscripteur renommé et subir une grande sous-évaluation. Dans le cas contraire, la firme a intérêt à avoir un souscripteur de bonne réputation pour maximiser la taille de l'émission.

À la lecture des différentes explications à la sous-évaluation initiale avancées précédemment, nous pouvons retenir les hypothèses suivantes¹⁴ :

Plusieurs études s'accordent sur le fait qu'il existe une relation inverse entre la sous-évaluation initiale et l'incertitude ex ante. Ceci nous permet de prédire les relations suivantes.

Hypothèse 1 : Il existe une relation inverse entre la taille de l'émission et la sous-évaluation initiale.

Hypothèse 2 : Il existe une relation inverse entre le prestige du courtier et la sous-évaluation initiale.

Hypothèse 3 : La sous-évaluation est plus importante lorsque le marché est hautement réceptif.

¹⁴ Plusieurs hypothèses ne peuvent être testées empiriquement à cause du manque de disponibilité des données.

2.2 La deuxième anomalie associée aux émissions initiales : la performance à moyen et long terme

2.2.1 Le phénomène de la performance à moyen et à long terme

La deuxième anomalie associée aux émissions initiales constatée est la sous performance à moyen et à long terme. Les chercheurs, tels que Ritter (1991), Loughran et Ritter (1995) et Kooli et Suret (2004) ont montré que les actions nouvellement émises ont un rendement anormalement faible dans les trois à cinq années suivant l'émission initiale.

Le tableau 2.3 résume les résultats de plusieurs études empiriques. Nous constatons que le phénomène de la sous performance à long terme est observé au niveau de plusieurs marchés boursiers. Toutefois, l'ampleur de la contre-performance varie d'un pays à un autre.

La sous performance à moyen et à long terme a été confirmée par plusieurs auteurs tels que Ritter et Welch (2002) qui calculent une contre-performance de l'ordre de -32 % à -34 % entre 1980 et 2000. Cependant, pour la période de 1990 à 1994, ils calculent un rendement moyen de -7 % après 3 ans de l'émission. Loughran et Ritter (1995) analysent les émissions initiales aux États-Unis pour la période de 1970 et 1990 et confirment la présence d'une forte sous performance à long terme sur le marché américain allant jusqu'à 20 %. Lee et *al.* (1996a) trouvent une sous performance de -46.5 % en Australie entre 1976 et 1989 en utilisant un échantillon composé de 266 observations alors que Da Silva et *al.* (2003) étudient le même marché et ne confirment pas la présence d'une contre-performance dans les deux années qui suivent l'émission. Kooli et Suret (2004), à l'aide d'un échantillon composé de 445 émissions initiales canadiennes entre 1991 et 1998, observent également une performance anormalement faible. Aggarwal et *al.* (1993) obtiennent des résultats similaires sur le marché brésilien. Toutefois, cette évidence sur la contre-performance après l'émission a été remise en question par d'autres études. Kim et *al.* (1994), en analysant un échantillon de 99 émissions coréennes, rapportent une sur performance à moyen et long terme. Le même résultat a été constaté par Loughran et *al.* (1994) sur le marché suédois et par Sentis (2001) sur le marché français. Loughram, Ritter et Rydqvist (1994) affirment que le comportement

des émissions initiales à long terme varie d'un pays à un autre. Firth (1997) explique cette divergence par les différences en termes de caractéristiques et de la réglementation des marchés financiers. Ritter (1991) constate que le choix de la période d'analyse, le critère de sélection de l'échantillon ainsi que le choix du portefeuille de référence expliquent, en partie, les divergences des résultats.

Tableau 2. 3 Les différents résultats sur la performance à long terme des émissions initiales

Pays	Auteurs	Nombres d'émissions initiales	Année d'émission	Performance à long terme (%)
Australie	Lee et al. (1996a)	266	1976-1989	-46,5
Autriche	Ausenegg (1997)	57	1965-1993	-27,3
Brésil	Aggarwal et al. (1993)	62	1980-1990	-47
Canada	Kooli et Suret (2004)	445	1991-1998	-16,86
Chili	Aggarwal et al. (1993)	28		-23,7
Finlande	Keloharju (1993)	79	1982-1990	-21,1
Allemagne	Ljungqvist (1997)	145	1984-1989	-12,1
Japon	Cai et Wei (1997)	172	1970-1990	-27
Corée	Kim et al. (1994)	99	1971-1990	+2
Nouvelle-Zélande	Firth (1997)	143	1985-1988	-10
Suède	Loughran et al. (1994)	162	1979-1987	+1,2
Royaume-Uni	Levis (1993)	712	1980-1988	-8,1
États Unis	Loughran et Ritter (1995)	4753	1970-1990	-20
	Brav et al. (2000)	4622	1975-1992	-44,2, -31,1, -28,4 et +6,6
France	Sentis (2001)	79	1991-1995	+29,9

La performance à long terme est mesurée à partir de prix de clôture de la première journée selon la formule suivante :

$$100 \times \left[\frac{1 + R_{IPO,j}}{1 + R_{m,j}} \right] - 100$$

$R_{IPO,j}$ est la moyenne du rendement total de l'émission initiale allant du prix de clôture de la première journée jusqu'à la dernière journée de cotation ou 3 ans après l'émission initiale.

$R_{m,j}$ est la moyenne du rendement du marché de la même période.

En effet, la majorité des études réalisées dans les marchés anglo-saxons confirme la contre performance à long terme alors que les résultats des recherches qui examinent les marchés émergents sont divergents.

Très peu de recherches ont analysé la performance à moyen et long terme du marché tunisien. Ben Nasseur et Ghanem (2001) considèrent un échantillon de 40 entreprises durant la période 1990-96 et confirment la présence d'une contre-performance à long terme. Toutefois, il serait important de préciser que Ben Nasseur et Ghanem (2001) n'ont analysé la

performance qu'en se basant sur la méthode des rendements excédentaires. Dans notre recherche, nous testons la sensibilité des résultats obtenus sur la performance à moyen et long terme en utilisant plusieurs approches méthodologiques que l'on discutera dans la section suivante.

Avant d'étudier le phénomène sur le marché tunisien, il convient d'évoquer les facteurs explicatifs de la contre-performance sur la plupart des marchés.

2.2.2 Les facteurs explicatifs de la contre-performance

2.2.2.1 Hypothèse de la divergence des opinions (Miller, 1977)

Miller (1977) explique qu'il existe une divergence d'opinions entre les investisseurs pessimistes et les investisseurs optimistes. Il explique que la sous-performance à long et à moyen terme est d'autant plus accentuée que la divergence est importante. En effet, selon cette théorie, les prévisions sur les rendements des investisseurs optimistes seront beaucoup plus élevées que celles prévues par les investisseurs pessimistes. Après le premier jour de cotation en bourse, l'information commence à être de plus en plus disponible sur le marché et la divergence d'opinions entre les deux catégories d'investisseurs diminue, ce qui provoque la baisse des cours. Pour tester l'hypothèse, Ritter (1991) étudie la relation entre l'âge de la firme nouvellement introduite et la performance à long terme. Il trouve qu'il existe une corrélation positive entre les deux variables.

2.2.2.2 Hypothèse de la surréaction des investisseurs (Shiller, 1990)

Shiller (1990) pense que les marchés financiers sont « euphoriques » et que les investisseurs se comportent irrationnellement dans le sens où ils tendent à sur évaluer les émissions initiales. De plus, Shiller (1990) montre que plus le niveau de la sous-évaluation initiale est important, plus les ajustements que les investisseurs font après l'émission initiale sur les prix sont importants. Par conséquent, le rendement à moyen et long terme est d'autant plus faible. Il affirme que la performance à long terme des émissions initiales est

négativement corrélée à la sous-évaluation initiale. Ritter (1991) précise qu'en offrant une grande prime, sous forme de sous-évaluation initiale, pour les premiers investisseurs, une demande excédentaire est créée, ce qui entraîne des rendements à court terme élevés et des rendements à moyen et long terme faibles.

2.2.2.3 Hypothèse de la fenêtre d'opportunité

Selon Ritter (1991) et Loughran et Ritter (1995), les émissions initiales effectuées durant une période de forte activité « *hot issues* » présentent une sous performance significative à long terme.

En outre, Jain et Kini (1994) introduisent une nouvelle hypothèse « hypothèse du *Timing* » qui est différente de celle de Ritter (1991). Ce dernier affirme que l'introduction en bourse dépend de l'état sur optimiste du marché, alors que Jain et Kini (1994) trouvent que les dirigeants choisissent le moment opportun pour s'introduire en bourse en fonction de la performance financière. En d'autres termes, les gestionnaires essayent de faire coïncider leurs émissions avec une période de bonne performance. Degeorge et Zeckhauser (1993) montrent de leur part que les sociétés choisissent d'émettre des titres après avoir obtenu des performances anormalement élevées. Dans ce cas, la contre-performance opérationnelle à long terme dans les années suivant l'introduction influence le comportement des investisseurs en les conduisant à réviser leurs anticipations à la baisse, ce qui explique la sous performance à moyen et à long terme des titres boursiers.

- À la lecture des différentes explications de la contre-performance à moyen et long terme avancées précédemment, nous pouvons retenir les hypothèses suivantes¹⁵ :

Hypothèse 1 : Il existe une relation inverse entre la performance à moyen et long terme et l'incertitude ex ante. Cette dernière peut être mesurée par la taille de l'émission.

¹⁵ Plusieurs hypothèses ne peuvent être testées empiriquement à cause du manque de disponibilité des données.

Hypothèse 2 : Il existe une relation négative entre la sous-évaluation initiale et la performance à moyen et long terme.

Hypothèse 3 : Il existe une relation positive entre le prestige du courtier et la performance future de l'entreprise.

2.2.2.4 La dimension méthodologique

Une explication plausible à la divergence des résultats sur la performance à moyen et long terme pourrait être la dimension méthodologique.

Plusieurs travaux ont mis en évidence des résultats totalement opposés et trouvent que ces derniers changent avec la méthode de mesure de la performance utilisée. Les méthodologies utilisées dans les différents travaux empiriques diffèrent selon la perspective temporelle (approche en temps événementiel ou approche en temps calendaire), selon la méthode de calcul des rendements anormaux à long terme (accumulation des rendements anormaux ou rendements anormaux sur une base d'achat détention), selon l'évaluation des rendements attendus (modèles d'évaluation des actifs, le portefeuille de marché, la simulation par rééchantillonnage (bootstrapping)) de la distribution empirique des rendements anormaux, la distribution par rééchantillonnage d'un test t ajusté pour l'asymétrie, le portefeuille réplique et le modèle à trois facteurs de Fama et French (1992)) et selon le mode de pondération (rendements équipondérés ou rendements pondérés selon la valeur marchande).

Gompers et Lerner (2003) considèrent un échantillon de 3,661 émissions américaines entre 1935 et 1972 et montrent que la performance des émissions initiales dépend de la méthode employée pour mesurer le rendement des titres. En effet, ils trouvent que le rendement anormal négatif à long terme est significatif lorsque la méthode du rendement moyen découlant de l'achat-détention (*BHARs*) est utilisée. Cependant, ils trouvent un résultat tout à fait contraire avec la méthode des rendements anormaux cumulés (*CARs*). Kooli et Suret (2004), en utilisant trois méthodes de calcul de la sous performance, ont montré que les émissions initiales canadiennes présentent une sous performance significative

durant les cinq ans qui suivent l'introduction. La sous performance est toutefois statistiquement moins évidente en utilisant la méthode de (*BHARs*).

2.2.2.4.1 L'approche événementielle

Dans cette approche, le temps est défini en fonction d'un événement qui s'est produit au temps 0. Les études événementielles consistent à tester empiriquement l'impact d'un événement économique donné sur le comportement de la valeur des actions. Le rendement anormal est égal à la différence entre le rendement du titre observé et le rendement du portefeuille de référence.

Fama (1998) trouve que l'approche événementielle ne contrôle pas l'effet de corrélation en coupe transversale des rendements anormaux des firmes formant l'échantillon, ce qui pourrait biaiser les tests statistiques. Barber et Lyon (1997a) ainsi que Kothari et Warner (1997) trouvent trois types de biais liés à l'approche événementielle, à savoir le biais de la nouvelle introduction ou du survivant, le biais du rééquilibrage et le biais de la *skewness*¹⁶.

- Les rendements anormaux cumulés (RAC) :

Le rendement anormal d'une entreprise émettrice correspond à la différence entre le rendement de l'entreprise émettrice et le rendement de son portefeuille de contrôle. Cette méthode permet de vérifier si le rendement anormal moyen est différent de zéro durant la période événementielle.

- Les rendements anormaux moyens découlant de l'achat-détention (BHAR) :

Cette méthode traite la stratégie d'investissement qui consiste à acheter et conserver des titres pour une période donnée. Le rendement (BHAR) d'une firme émettrice s'obtient en composant ses rendements mensuels sur une période de q mois après le mois de l'émission initiale. En effet, le rendement selon (BHAR) est obtenu en soustrayant le rendement composé du portefeuille de référence du rendement observé composé du portefeuille étudié durant la période événementielle

¹⁶ Pour une analyse détaillée de ces biais, voir à cet égard Lyon, Barber et Tsai (1999)

2.2.2.4.2 L'approche en temps calendaire

Selon Fama (1998), cette approche permet de mieux mesurer le risque du portefeuille et elle est recommandée pour un gestionnaire de portefeuille. Fama (1998) et Michelle et Stafford (2000) trouvent que cette approche minimise les problèmes reliés à l'interdépendance des rendements des titres qui composent l'échantillon étudié. L'apport de cette approche est qu'elle prend en considération la date réelle de l'évènement. Lyon, Barber et Tsai (1999) proposent deux mesures pour estimer la performance anormale moyenne à moyen et long terme : les rendements anormaux moyens en temps calendaire et le modèle de trois facteurs de Fama et French (1992).

- Rendements anormaux moyens en temps calendaires (CTARs)

Cette approche consiste à calculer la différence entre notre portefeuille d'étude et le rendement du portefeuille de référence qui tient compte des effets de taille et du ratio valeur comptable/valeur marchande (ratio VL/VM). Lyon, Barber et Tsai (1999) affirment que la méthode des rendements anormaux moyens présente un taux de rejet plus faible que la méthode basée sur le modèle de trois facteurs de Fama et French (1992).

- Le modèle de trois de facteurs de Fama et French (1992)

Afin de trouver le rendement anormal, il suffit de comparer la performance de l'échantillon à un rendement espéré estimé grâce au coefficient alpha du modèle d'évaluation à trois facteurs en tenant compte du risque excédentaire du marché et des facteurs de taille et de ratio (VL/VM). Barber et Lyon (1997a) trouvent que le modèle à trois facteurs présente un biais négatif surtout pour les entreprises de petite taille.

CHAPITRE III

DONNÉES ET MÉTHODOLOGIES

3.1 Présentation des données

Notre échantillon comprend 24 émissions initiales effectuées sur la Bourse de Tunis. Nous avons retenu uniquement les sociétés introduites entre 1996 et 2006 pour les raisons suivantes :

La disponibilité des informations sur les sociétés cotées. En effet, la cotation électronique sur la Bourse de Tunis a débuté en janvier 2006, ce qui fait qu'avant cette date l'information n'était pas totalement fiable.

On a retenu 24 du nombre total des nouvelles émissions durant la période 1996 et 2006 pour la disponibilité des prospectus d'émission.

Les données sur les entreprises telles que le prix d'émission, l'âge, le pourcentage du capital libéré et le nom du souscripteur ont été collectées à partir des prospectus d'émission et des bulletins officiels du conseil du marché financier. Quant aux cours des titres, ils ont été collectés à partir des bulletins officiels de la bourse.

Le tableau 3.1 présente la distribution de l'échantillon par année, en fonction du nombre et de la valeur brute des émissions. Il montre que 19 émissions initiales (soit 82.60 % de l'échantillon) ont été lancées au cours des années 1996 à 2001. Le marché des actions tunisien n'a enregistré aucune nouvelle émission durant les années 2000, 2003 et 2004. La valeur brute des émissions initiales réalisée en 1996 représente 46 % de l'ensemble de la capitalisation totale de l'échantillon. En 1998, la valeur brute des émissions initiales a

augmenté de 183 % par rapport à 1997 et en 2005 la valeur brute des émissions initiales a augmenté de 321.22 % par rapport à 2002. La concentration temporelle des émissions concorde avec l'hypothèse des fenêtres d'opportunité avancée par Ritter (1991). La taille moyenne des émissions est de 10.33 millions de DT.

Tableau 3. 1 Distribution des émissions initiales par année

*EI : Émission initiale

**DTN : dinar tunisien

L'échantillon est composé de 24 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant lieu entre janvier 1996 et mars 2006.

Année	Nombre d'EI*	Valeur brute en millions de DTN**	Valeur brute moyenne (en millions de DTN)
1996	3	116,15	38,71
1997	4	19,30	4,82
1998	4	35,46	8,86
1999	5	26,69	5,33
2000	0	0	0
2001	3	18,76	6,25
2002	1	6,15	6,15
2003	0	0	0
2004	0	0	0
2005	3	19,78	6,15
2006	1	5,94	5,94
Total	24	242,86	10.33

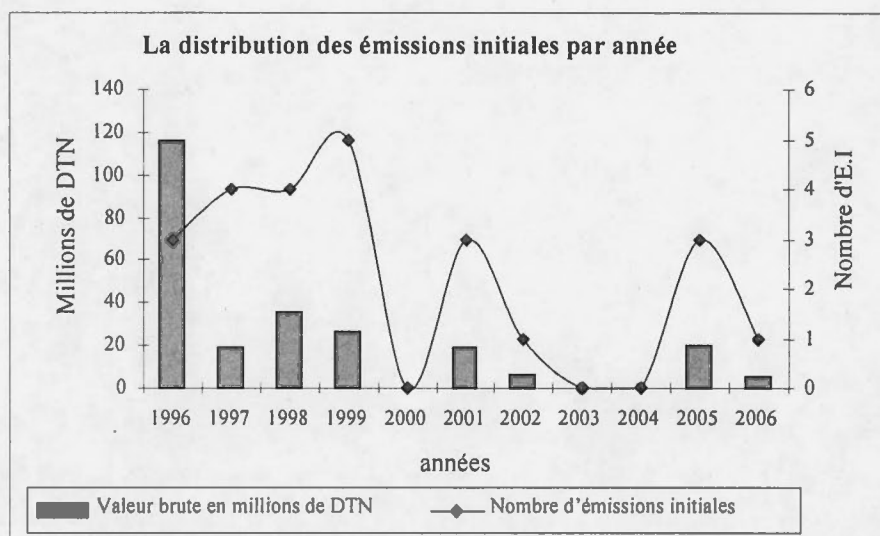


Figure 3. 1 La distribution des émissions initiales par année

La figure 3.1 illustre la distribution des émissions initiales de janvier 1996 à janvier 2006 en fonction de la valeur brute des émissions par année. La figure 3.1 confirme que le marché des émissions initiales tunisiennes se caractérise par des groupements selon les périodes.

Le tableau 3.2 présente la distribution de l'échantillon par secteur d'activité, en fonction du nombre et de la valeur brute des émissions. Le plus grand nombre d'émissions initiales a été effectué par le secteur des industries diverses. Le secteur financier occupe le deuxième rang pour le nombre des émissions et la première place pour la valeur brute (56,5 % de la valeur brute globale), tandis que le secteur du commerce occupe la troisième place en termes de nombre d'émissions et de valeur brute. Quant aux secteurs de l'immobilier et du service, ils occupent la dernière place avec deux émissions initiales depuis janvier 1996.

Tableau 3. 2 Distribution des émissions initiales par secteur d'activité

L'échantillon est composé de 24 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant lieu entre janvier 1996 et mars 2006.

Nom	Secteur	Nombre d'EI*	Le produit brut (en millions de DTN**)	Le pourcentage du produit brut par industrie
ALKIMIA			19,82	33,2%
SOTUVER			3,31	5,55%
SIAME			2,73	4,59%
ELECTROSTAR			7,42	12,46%
SIPHAT			6,09	10,22%
ASSAD			9,02	15,14%
GIF			4,99	8,39%
STIP			6,15	10,33%
Total	Industries diverses	8	59,56	25%
SOTUMAG			4,72	14,12%
STEQ			5,25	15,69%
M.G.			2,12	6,354%
BATAM			13,80	41,26%
EL MAZRAA			7,54	22,54%
Total	Commerce	5	33,44	14%
SIMPAR			2,43	81,81%
SITS			0,54	18,18%
Total	Immobilier	2	2,97	1 %
SOTETEL			3,92	40,52%
KARTHAGO			5,76	59,47%
Total	Service	2	9,68	4 %
UIB	Banque		93,45	68,11%
STAR			5,10	3,71%
CARTE CI	Assurance		2,88	2,1%
CIL			10,23	7,45%
ATL	Leasing		1,54	1,12%
AMEN LEASE			14,00	10,2%
TUNINVEST	Investissement		10,00	7,288%
Total	Financier	7	13,72	56%
Total		24	242,86	100%

*EI : Emission initiale

**DTN : dinar tunisien

Le Tableau 3.3 présente la distribution des émissions initiales par produit brut de l'émission. On remarque que 75% des émissions initiales se trouvent entre 0 et 9.99 millions DTN, ce qui nous amène à conclure que le marché tunisien est de petite taille.

Tableau 3.3 Distribution des émissions initiales par produit brut de l'émission

L'échantillon est composé de 24 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant lieu entre janvier 1996 et mars 2006.

Taille d'ÉI en millions de DNT	Nombre d'ÉI*	Le produit brut (en millions de DTN**)	Le produit brut moyen (en millions de DTN)
0- 9,99	18	81,51	4,52
10 et plus	6	161,3	26,88
TOTAL	24	242,86	15,7

* EI : émissions initiales d'actions

** DTN : en dinar tunisien

3.2 L'analyse de la sous-évaluation initiale

3.2.1 Les méthodes de calcul de la sous-évaluation initiale (SEI)

La SEI est mesurée selon deux méthodes. La première est la plus classique, elle a été utilisée par la plupart des travaux antérieurs.

$$SEI(1)_i = \frac{P_m - P_e}{P_e} \quad (1)$$

où P_m est le prix du marché de fermeture du premier jour de transaction du titre i et P_e est le prix d'émission.

La deuxième méthode se base sur le calcul conventionnel des rendements du premier jour de transaction ajustés pour tenir compte des fluctuations du marché.

$$SEI(2)_i = \frac{P_m - P_e}{P_e} - \frac{M_1 - M_0}{M_0} \quad (2)$$

où P_m est le prix du marché de fermeture du premier jour de transaction du titre i et P_e est le prix d'émission, M_1 est l'indice du marché au premier jour de transaction du titre i et M_0 est l'indice du marché au moment où le prix d'émission est fixé.

Dans notre étude, on a pris en compte les deux indices du marché tunisien :

- L'indice TUNINDEX est un indice pondéré par la capitalisation boursière. Sa publication a commencé le 1er avril 1998 avec une base 1000 le 31 décembre 1997.
- L'indice BVMT est un indicateur de la santé du marché financier. Il a été fixé à 100 en septembre 1990 sur la base des 13 sociétés valeurs qui étaient cotées sur la Bourse de Tunis.

3.2.2 Les résultats

Le tableau 3.4 rapporte la sous-évaluation initiale des 24 émissions tunisiennes effectuées entre janvier 1996 et mars 2006 selon les deux méthodes énoncées précédemment. Le tableau montre qu'en moyenne, les émissions tunisiennes n'affichent pas une forte SEI.

En effet, le rendement initial moyen réalisé par un investisseur qui a eu la chance d'acheter le titre au prix d'émission est de 4,61 % selon la première méthode de calcul et de 4.62% en ajustant par le rendement du marché. Il est clair aussi que la distribution de la sous-évaluation n'est pas stationnaire. On remarque que les émissions effectuées dans les deux dernières années sont fortement sous-évaluées (39,18 % en 2006 et 43,05 % en 2005) par rapport aux années précédentes.

Tableau 3. 4 La distribution de la sous-évaluation initiale selon deux méthodes de calcul

L'échantillon est composé de 24 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant eu lieu entre janvier 1996 et mars 2006. La sous-évaluation initiale (SEI) est calculée selon les deux mesures suivantes :

SEI (1) : (prix de fermeture du premier jour de transaction – prix d'émission) / prix d'émission; SEI (2) $TUNINDEX$: [(prix de fermeture du premier jour de transaction – prix d'émission) / prix d'émission] - [indice TUNINDEX au premier jour de transaction - indice TUNINDEX au moment où le prix d'émission est fixé] / indice TUNINDEX au moment où le prix d'émission est fixé];

SEI (3) $BVMT$: [(prix de fermeture du premier jour de transaction – prix d'émission) / prix d'émission] - [indice BVMT au premier jour de transaction - indice BVMT au moment où le prix d'émission est fixé] / indice BVMT au moment où le prix d'émission est fixé]

Année	Nombre d'EI*	Valeur (en millions DTN**)	SEI* (1)	Satistique- t	SEI (2) $TUNINDEX$	Satistique- t	SEI (3) $BVMT$	Satistique- t
1996	3	116,15	-11,41%	-1.41	-	-	-11,41%	-1.42
1997	4	19,30	-2,19%	-0.25	-	-	-2,10%	-0.26
1998	4	35,46	6,01%	1.21	5,96%	1.19	6,04%	1.22
1999	5	26,69	2,56%	0.1	2,38%	0.09	2,37%	0.09
2000	0	-	-	-	-	-	-	-
2001	3	18,76	-14,29%	-1.73	-14,01%	-1.72	-13,66%	-1.71
2002	1	6,15	-8,53%	-	-8,84%	-	-9,80%	-
2003	0	-	-	-	-	-	-	-
2004	0	-	-	-	-	-	-	-
2005	3	19,78	43,05%	1.62	42,71%	1.61	42,94%	1.62
2006	1	5,94	39,18%	-	39,08%	-	39,42%	-
1996-2006	24	242,86	4,61%	0,66	-	-	4,62%	0,66

** DTN : dinar tunisien

Notons que nous obtenons des résultats similaires en ajustant la SEI par le rendement du marché tunisien. Nous retenons donc SEI(1) pour la suite de notre travail.

Pour vérifier l'hypothèse que le rendement initial des émissions initiales est statistiquement différent de zéro, on compare le test de *student* calculé à sa valeur statistique.

$$Statistique - t = \frac{SEI \text{ moyenne} - 0}{\sigma} \times \sqrt{\text{nombre d'observations}}$$

Le tableau 3.5 montre que la statistique- $t = 0,66$, ce qui veut dire que la moyenne de la sous-évaluation initiale trouvée n'est pas statistiquement différente de zéro.

Tableau 3. 5 La sous-évaluation initiale des émissions initiales tunisiennes entre 1996-2006

L'échantillon est composé de 24 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant lieu entre janvier 1996 et mars 2006.

Sous-évaluation initiale	SEI non ajustée (1)
Moyenne	4,61 %
Médiane	0,01
Écart-type	0,341
Kurtosis	2,91
Coefficient d'asymétrie	1,45
Nombre d'échantillons	24
Statistique- t	0,66

L'analyse de la sous-évaluation selon le secteur d'activité (tableau 3.6) montre qu'il y a une grande différence entre les secteurs. Nous constatons que le secteur des services affiche la plus grande sous-évaluation initiale avec une moyenne de 55,74 %. Cette dernière est expliquée par la forte sous-évaluation de la société Karthago (95,83 %) introduite en 2005. Le secteur du commerce de détail occupe la deuxième place avec une SEI moyenne de 14,66 % de sous-évaluation moyenne. Parmi les cinq émissions qui représentent le secteur du commerce, on remarque que la société M.G. affiche la plus grande sous-évaluation de l'échantillon, soit 95,2 %. Le secteur de l'immobilier, avec une sous-évaluation initiale de 6,5 %, se situe à la troisième place. Ce dernier est composé de 2 émissions. La société SIMPAR, introduite en 1997, affiche une surévaluation initiale de 26,19 % quant à la société SIST introduite en 2006, elle affiche une forte sous-évaluation de l'ordre de 39,18 %. Le secteur financier est le moins sous-évalué avec une SEI de 1,7 %. Le secteur des industries diverses, est en moyenne surévalué (12,37 %). Toutefois, on remarque que parmi les 8 émissions de ce secteur, deux seulement sont sous-évaluées.

Tableau 3. 6 Distribution des émissions initiales selon les caractéristiques des différents sous échantillons

L'échantillon est composé de 24 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant eu lieu entre janvier 1996 et mars 2006. La sous-évaluation initiale (SEI) est calculée comme suit : $SEI(1) = (\text{prix de fermeture du premier jour de transaction} - \text{prix d'émission}) / \text{prix d'émission}$;

Nom	Secteur	Nombre d'EI	Produit brut (en millions de DTN)	SEI* (1)	Statistique-t de SEI (1)
ALKIMIA			19,82	-24,87%	
SOTUVER			3,31	-34,77%	
SIAME			2,73	-49,83%	
ELECTROSTAR			7,42	-14,28%	
SIPHAT			6,09	0,00%	
ASSAD			9,02	11,70%	
GIF			4,99	21,60%	
STIP			6,15	-8,53%	
Total	Industries diverses *	8	59,56	-12,37%	-1,47
SOTUMAG			4,72	0,00%	
STEQ			5,25	-28,60%	
M.G.			2,12	95,20%	
BATAM			13,80	2,17%	
EL MAZRAA			7,54	4,54%	
Total	Commerce	5	33,44	14,66%	0,7
SIMPAR			2,43	26,19%	
SITS			0,54	39,18%	
Total	Immobilier	2	2,97	6,50%	0,2
SOTETEL			3,92	15,65%	
KARTHAGO			5,76	93,13%	
Total	Service	2	9,68	55,39%	1,39
UIB	Banque		93,45	12,36%	
STAR	Assurance		5,10	0,00%	
CARTE CI			2,88	3,00%	
CIL			10,23	14,44%	
ATL	Leasing		1,54	2,99%	
AMEN LEASE			14,00	-7,14%	
TUNINVEST	Investissement Financier	7	10,00	11,00%	
			13,72	1,7%	0,48

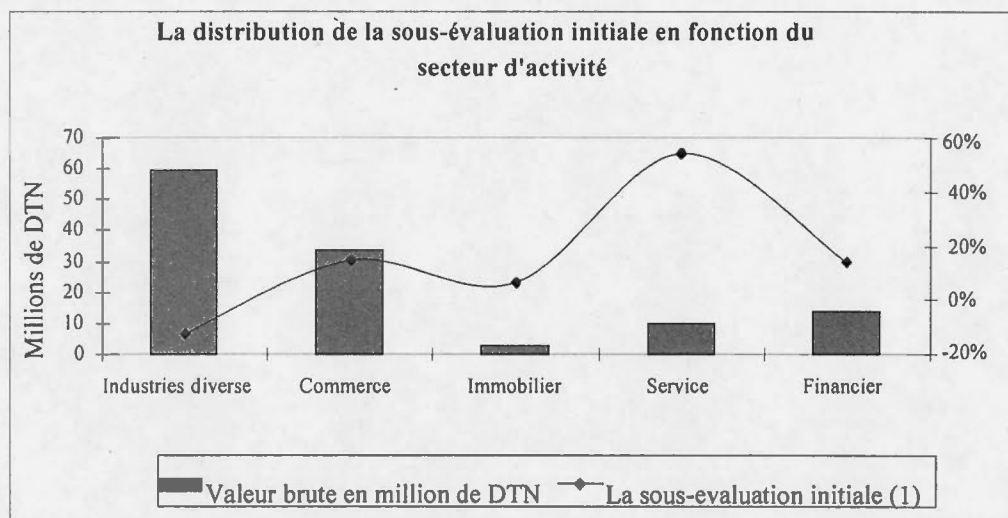


Figure 3.2 La distribution de la sous-évaluation initiale en fonction du secteur d'activité

La figure 3.2 illustre bien la variation de la sous-évaluation initiale d'un secteur à un autre et confirme la forte sous-évaluation du secteur des services.

Pour segmenter l'échantillon selon le prestige du courtier, nous avons classé les courtiers en deux catégories, soit les courtiers prestigieux et les courtiers non prestigieux. Les courtiers qui ont enregistré une activité supérieure à la moyenne (en termes de levée de capitaux) durant 1996 et 2006 sont qualifiés de prestigieux.

Les résultats présentés dans le tableau 3.7 montrent que les émissions dirigées par les courtiers prestigieux sont largement sous-évaluées (14,63 %) par rapport aux émissions dirigées par les courtiers non prestigieux qui sont, au contraire, sur évaluées (7 %). Ce résultat est contraire à l'hypothèse de certification de l'émission par les courtiers. Toutefois, il confirme les résultats de Beatty et Welch (1996). Ces derniers montrent que la relation a changé depuis les années 70 et 80 et que les souscripteurs renommés sont de plus en plus associés à une grande sous-évaluation initiale.

Tableau 3. 7 La distribution de la sous-évaluation initiale en fonction du prestige du courtier

L'échantillon est composé de 24 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant eu lieu entre janvier 1996 et mars 2006. La sous-évaluation initiale (SEI) est calculée comme suit : $SEI (1) : (\text{prix de fermeture du premier jour de transaction} - \text{prix d'émission}) / \text{prix d'émission}$;

Taille d'ÉI en millions de DNT	Nombre d'É.I	SEI* (1)	Statistique-t	Test de différence des moyennes
0- 9,99	18	7,08%	0,779	0,903
10 et plus	6	-2,79%	-0,46	

La distribution de la sous-évaluation par produit brut de l'émission (tableau 3.8) nous montre que les émissions de petite taille représentent 75 % de notre échantillon et affichent une sous-évaluation moyenne de 7,08 %, alors que les émissions de grande taille sont surévaluées, avec une moyenne de 2,79 %. Ceci confirme que l'hypothèse d'asymétrie d'information explique, en partie, la sous-évaluation initiale.

Tableau 3. 8 Distribution de la sous-évaluation par produit brut de l'émission

L'échantillon est composé de 24 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant eu lieu entre janvier 1996 et mars 2006. La sous-évaluation initiale (SEI) est calculée comme suit : $SEI (1) : (\text{prix de fermeture du premier jour de transaction} - \text{prix d'émission}) / \text{prix d'émission}$;

Échantillon	Nombre d'ÉI	SEI* (1)	Statistique-t	Test de différence des moyennes
Courtiers non prestigieux	11	-7%	-1,36	-1,71
Courtiers prestigieux	13	14,63%	1,26	

Le tableau 3.9 présente les émissions surévaluées versus sous évaluées. Il nous montre que les entreprises sous-évaluées représentent 50 % de l'échantillon, avec une moyenne de 26,44 % de SEI. Toutefois, la différence des moyennes n'est pas statistiquement significative.

Tableau 3. 9 La distribution des émissions initiales

L'échantillon est composé de 24 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant eu lieu entre janvier 1996 et mars 2006. La sous-évaluation initiale (SEI) est calculée selon la méthode suivante :

SEI (1) : (prix de fermeture du premier jour de transaction – prix d'émission)/ prix d'émission;

** significatif à 5%

Taille d'ÉI en millions de DNT	Nombre d'ÉI	SEI* (1)	Statistique-t	Test de différence des moyennes
Émissions surévaluées : SEI < ou = 0	12	-17,21	-3,27	-4,048
Émissions sous-évaluées : SEI > 0	12	26,44%	2,7**	

Suite à l'analyse des différents résultats constatés dans cette section, nous tirons les conclusions suivantes :

- Le marché tunisien n'est pas fortement sous-évalué. Le degré de la sous-évaluation initiale est en moyenne de 4,61 % et n'est pas statistiquement significatif. Par contre, l'analyse selon le secteur d'activité, la taille d'émission, la date d'émission et le prestige du courtier, nous montre que le degré de la sous-évaluation initiale varie d'une entreprise à une autre. Plus particulièrement, les entreprises introduites sur le marché par des courtiers prestigieux sont fortement sous-évaluées par rapport à celles introduites par des courtiers non prestigieux.
- Les émissions effectuées dans les dernières années (entre 2002 et 2006) sont généralement sous-évaluées. Nos résultats montrent que 85 % des entreprises introduites en juin 2002 sont sous-évaluées.
- On ne peut confirmer que les émissions effectuées lorsque le marché est hautement réceptif sont fortement sous-évaluées.

- Le secteur financier affiche la plus faible sous-évaluation initiale avec 1,7 % de sous-évaluation initiale.
- Les émissions du secteur des services sont fortement sous-évaluées, en moyenne 55,94 % de SÉI. Par contre, les émissions du secteur des industries diverses sont surévaluées. Ce dernier affiche une surévaluation moyenne de 12,37 %, 62,5 % des émissions de ce secteur sont surévaluées.
- Sur la base des résultats de la sous-évaluation initiale, nous pouvons dire qu'en moyenne, les émissions initiales en Tunisie ne sont fortement sous-évaluées et que par conséquent la sous-évaluation initiale ne présente pas une contrainte pour les entreprises émettrices.

3.3 L'analyse de la performance à moyen et à long terme

Dans cette section nous analysons la performance à moyen et à long terme des émissions initiales tunisiennes.

3.3.1 L'analyse de la performance opérationnelle à moyen et à long terme

Pour analyser la performance opérationnelle des émissions initiales tunisiennes, nous suivrons la démarche de Jain et Kini (1994, *Journal of Finance*). Ces derniers, pour analyser la performance opérationnelle de 682 émissions initiales américaines entre 1976 et 1988, ont utilisé deux mesures de performance soit :

- Le ratio de rendement sur les actifs économiques (ROA) qui est égal au rapport du bénéfice économique sur les actifs économiques. Le bénéfice économique est le profit de la firme avant tout frais de financement. C'est le bénéfice avant impôt et après intérêt. L'actif économique est égal à la somme des actifs immobilisés et le fond de roulement.

- Le rapport du cash flow opérationnel sur l'actif total. Le cash flow opérationnel est égal à la différence entre le chiffre d'affaire à la fin de l'année fiscale et les investissements en immobilisation tangible et intangible effectués durant l'exercice comptable.

Dans notre travail, nous considérons seulement le ROA comme indicateur de performance opérationnelle. Notre échantillon est composé de 23 émissions initiales effectuées sur la Bourse de Tunis¹⁷. Notre période d'étude est de 7 ans, soit 3 ans avant l'émission, l'année de l'émission et 3 ans après l'émission. L'année 0 représente l'année de l'émission initiale. Les années qui précèdent l'émission sont en signe négatif (-) et celles qui suivent l'émission initiale sont en signe positif (+). Le calcul de la variation de la performance opérationnelle se présente comme suit :

$$M_{-3} - M_t \quad (3)$$

$t = -3, -2, -1, 0, 1, 2, \text{ et } 3$

- M est la médiane de la performance opérationnelle (menée avec le ROA)
- On a choisi la médiane comme indicateur de tendance centrale pour éviter les effets des valeurs extrêmes. Nous représentons toutefois les résultats avec la moyenne entre parenthèses.

Par ailleurs, afin d'expliquer le comportement du ROA à moyen et long terme, d'autres indicateurs de performance vont être analysés tels que le chiffre d'affaires, le bénéfice et le ratio de rotation des actifs (AT).

3.3.1.1 Analyse des indicateurs de performance

Le tableau 3.10 présente la variation de la médiane des différents indicateurs de performance par rapport à la troisième année qui précède l'émission initiale. Ces résultats nous confirment qu'il y a une contre-performance après 3 ans de l'émission, soit une baisse du ratio ROA de -49,45 % par rapport à l'année -3. À la date 0, date de l'émission, le déclin

¹⁷ On a décidé de retirer l'entreprise SITS de l'échantillon pour manque d'informations.

de la performance est de -25,85 % (-43,93 %) par rapport à l'année -3. On remarque aussi que l'année qui précède l'émission (-1) est marquée par la plus forte performance durant la période d'étude. La figure 3.3 illustre bien cette contre-performance à long terme.

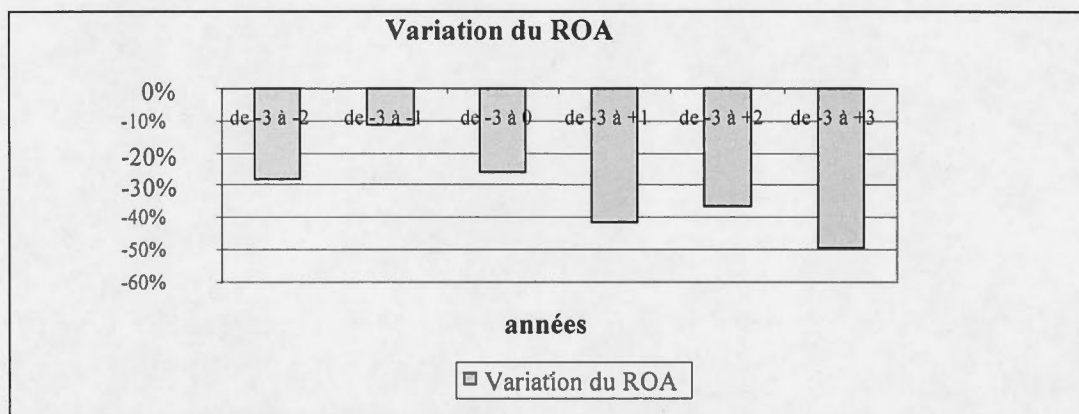


Figure 3. 3 Mesure de la performance opérationnelle.

C'est la distribution de la variation de la médiane, exprimée en pourcentage, pour 23 émissions initiales durant la période janvier 1996 et janvier 2006. Les données sur les entreprises ont été collectées à partir des prospectus d'émission, des bulletins officiels de la bourse et du conseil du marché financier. Le rendement sur actifs économiques (ROA) est égal au bénéfice économique sur les actifs économiques. Le bénéfice économique est le profit de la firme avant tout frais de financement, c'est le bénéfice avant impôt et après intérêt. L'actif économique est égal à la somme des actifs immobilisés et le fond de roulement. La rotation des actifs (AT) se définit comme le rapport entre le chiffre d'affaires (C.A) et l'actif économique. L'année 0 représente l'année de l'émission initiale. Les années qui précèdent l'émission sont en signe moins (-) et qui suivent l'émission initiale sont en signe plus (+).

L'analyse de la distribution des autres ratios la rotation des actifs (AT), le chiffre d'affaires (C.A) et le bénéfice nous montre aussi que l'année qui précède l'émission -1 est toujours marquée par des résultats fortement supérieurs à l'année -2. Ce qui confirme l'hypothèse du *timing* de Jain et Kini (1994) qui trouvent que les dirigeants choisissent le moment opportun pour s'introduire en bourse en fonction de la performance financière.

Afin de trouver des explications au déclin de la performance opérationnelle, on va analyser le comportement de chaque indicateur de performance. L'analyse du ratio de rotation des actifs AT nous montre qu'il affiche un grand déclin après l'année -1 et surtout à partir de la deuxième année qui suit l'émission initiale. Par contre, les deux autres indicateurs

(CA et bénéfice) ont augmenté après l'émission. Le ratio ROA est égal au produit du ratio de la marge économique sur les ventes (ROS) par le AT. Puisque le ROS est égal au rapport du bénéfice économique par le chiffre d'affaires, on peut conclure que le déclin du ROA est dû en partie au déclin du AT. Comme on l'a indiqué précédemment, le ratio AT est un ratio de rotation des actifs qui est égal au rapport du chiffre d'affaires par les actifs économiques. Vu qu'on a un chiffre d'affaires qui est en croissance avec un pourcentage d'augmentation d'une moyenne de 20 % par année après l'émission initiale, on peut déduire que la cause du déclin du ratio AT est due à l'augmentation exagérée des actifs économiques. Ce résultat rejoint celui de Jain et Kini (1994) affirmant que la contre-performance à long terme est due à un changement de la structure du capital et au changement du comportement de l'entrepreneur qui a tendance à trop investir après l'émission initiale.

Nombre d'années autour de l'émission initiale						
	-3 à -2	-3 à -1	-3 à 0	-3 à +1	-3 à +2	-3 à +3
ROA	-28,18(8,53)	-11,17(-12,7)	-25,85(-43,93)	-41,28(-61,39)	-36,34(-62,63)	-49,45(-68,90)
AT	-13,91(131,52)	1,87(-0,82)	-10,73(1,25)	-8,80(-3,2)	-12,95(-24,64)	-23,62(-29,69)
C.A	15,46(13,44)	59,58(29,84)	105,40(52,81)	123,11(135,83)	168,83(69,63)	165,12(82,02)
Bénéfice	8,42(6,2)	80,77(35,84)	141,55(-22,65)	129,89(-38,9)	124,22(-51,45)	121,06(-25,99)

Tableau 3. 10 La performance opérationnelle des émissions initiales tunisiennes

C'est la distribution de la variation de la médiane (moyenne), exprimée en pourcentage, pour 23 émissions initiales durant la période janvier 1996 et janvier 2006. Les données sur les entreprises ont été collectées à partir des prospectus d'émission, des bulletins officiels de la bourse et du conseil du marché financier. Le rendement sur actifs économiques (ROA) est égal au bénéfice économique sur les actifs économiques. Le bénéfice économique est le profit de la firme avant tout frais de financement, c est le bénéfice avant impôt et après intérêt. L'actif économique est égal à la somme des actifs immobilisés et le fond de roulement. La rotation des actifs (AT) se définit comme le rapport entre le chiffre d'affaires (C.A) et l'actif économique. L'année 0 représente l'année de l'émission initiale. Les années qui précèdent l'émission sont en signe moins (-) et qui suivent l'émission initiale sont en signe plus (+).

La figure 3.4 illustre l'évolution du chiffre d'affaires, des bénéfices ainsi que la forte augmentation des actifs économiques à partir de la deuxième année qui suit l'émission initiale.

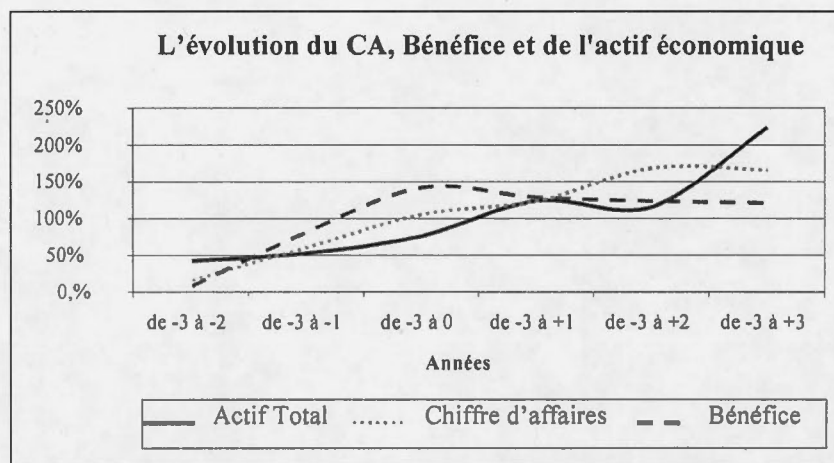


Figure 3. 4 L'évolution du chiffre d'affaires (C.A), le bénéfice et l'actif économique

C'est la distribution de la variation de la médiane, exprimée en pourcentage, pour 23 émissions initiales durant la période janvier 1996 et janvier 2006. Les données sur les entreprises ont été collectées à partir des prospectus d'émission, des bulletins officiels de la bourse et du conseil du marché financier. Les années qui précèdent l'émission sont en signe moins (-) et qui suivent l'émission initiale sont en signe plus (+).

3.3.1.2 Analyse par facteurs

Dans ce qui suit, on analysera la performance opérationnelle selon les différents facteurs suivants : la performance détenue par l'actionnaire majoritaire, le changement de la structure du capital, le degré de la sous-évaluation initiale, le prestige du courtier, l'industrie et la taille.

- Relation entre la performance opérationnelle et la fraction du capital (alpha) détenu par l'actionnaire majoritaire après l'émission initiale :

Nous divisons l'échantillon en deux groupes en se basant sur la médiane de la distribution des pourcentages du capital détenu par les actionnaires majoritaires après l'émission initiale. En analysant le tableau 3.11, on peut déduire que les sociétés dont l'actionnaire majoritaire détient un pourcentage inférieur à 31 % affichent une meilleure performance sur la plupart des indicateurs. Certes, les deux catégories de firme affichent une contre-performance à moyen et long terme, mais elle est plus importante chez les firmes qui ont le coefficient alpha supérieur à 31 %.

Tableau 3. 11 La performance opérationnelle selon la fraction du capital (alpha) détenu par l'actionnaire majoritaire après l'émission initiale

C'est la distribution de la variation de la médiane (moyenne), exprimée en pourcentage, pour 23 émissions initiales durant la

	Nombre d'années autour de l'émission initiale					
	0 à +1		0 à +2		0 à +3	
	$\alpha \geq 31\%$	$\alpha < 31\%$	$\alpha \geq 31\%$	$\alpha < 31\%$	$\alpha \geq 31\%$	$\alpha < 31\%$
ROA	-23,82%	-40,12%	-21,57%	-51,18%	-46,17%	-30,61%
AT	-27,74%	-33,92%	-47,94%	-22,42%	-53,38%	-30,22%
C.A	15,02%	23,12%	0,76%	61,75%	-4,32%	75,05%
Bénéfice	2,96%	4,58%	8,15%	-8,10%	-19,01%	23,75%

période janvier 1996 et janvier 2006. 31% est la médiane de la distribution du capital détenue par les grands actionnaires après l'émission initiale. Les grands détenteurs ont un pourcentage supérieur à 31 % et les petits détenteurs ont un pourcentage inférieur à 31 %. Les données sur les entreprises ont été collectées à partir des prospectus d'émission, des bulletins officiels de la bourse et du conseil du marché financier. Les années qui précèdent l'émission sont en signe moins (-) et qui suivent l'émission initiale sont en signe plus (+).

▪ Relation entre la sous-évaluation initiale et la performance opérationnelle

On a partagé l'échantillon en deux sous-ensembles. Le premier sous-ensemble est composé par les entreprises qui ont affiché une sous-évaluation négative et le deuxième par celles qui ont une sous-évaluation positive. Le tableau 3.12 présente le comportement sur 3 ans suivant l'émission initiale. L'analyse du tableau nous montre que la première catégorie affiche une meilleure performance, avec un ROA, AT, chiffre d'affaires et bénéfices supérieurs à ceux de la deuxième catégorie. Ceci nous confirme que la sous-évaluation initiale est un facteur explicatif de la contre-performance à moyen et long terme.

Tableau 3. 12 La performance opérationnelle selon le degré de la SEI*

C'est la distribution de la variation de la médiane (moyenne), exprimée en pourcentage, pour 23 émissions initiales durant la période janvier 1996 et janvier 2006. 31% est la médiane de la distribution du capital détenue par les grands actionnaires après l'émission initiale. Les grands détenteurs ont un pourcentage supérieur à 31 % et les petits détenteurs ont un pourcentage inférieur à 3 %. Les données sur les entreprises ont été collectées à partir des prospectus d'émission, des bulletins officiels de la bourse et du conseil du marché financier. Les années qui précèdent l'émission sont en signe moins (-) et qui suivent l'émission initiale sont en signe plus (+).

	Nombre d'années autour de l'émission initiale					
	0 à +1		0 à +2		0 à +3	
	SEI<0	SEI≥0	SEI<0	SEI≥0	SEI<0	SEI≥0
ROA	-2,42%(-36,78%)	-10,83%(-7,06%)	23,83%(-66,56%)	-12,95%(-6,50%)	-9,53%(-10,09%)	-13,67%(-0,03%)
AT	-33,92%	-27,74%	-22,42%	-47,94%	-30,22%	-53,38%
C.A	23,12%	15,02%(-3,76%)	61,75%	0,76%(-9,89%)	75,05%	-4,32%(-5,38%)
Bénéfice	4,58%	2,96%	-8,10%	8,15%	23,75%	-19,01%

- Relation entre la taille de l'émission initiale et la performance opérationnelle :

Notre échantillon est composé d'émissions de petite taille dont la valeur brute est inférieure à 9.99 MDT et d'émissions de grande taille dont la valeur de l'émission est supérieure à 10 MDT. Le tableau 3.13 montre que les deux catégories affichent une sous performance significative à moyen et long terme, mais elle est plus importante pour les émissions de grande taille. La variation du ratio ROA entre la date de l'émission et la troisième année est de -64,05 % (-62,73 %) pour les émissions de grande émission et de -20,33 % (-37,48 %) pour les émissions de petite taille.

Tableau 3. 13 La performance opérationnelle selon la taille

C'est la distribution de la variation de la médiane (moyenne), exprimée en pourcentage, pour 23 émissions initiales durant la période janvier 1996 et janvier 2006. 31% est la médiane de la distribution du capital détenue par les grands actionnaires après l'émission initiale. Les grands détenteurs ont un pourcentage supérieur à 31 % et les petits détenteurs ont un pourcentage inférieur à 3 %. Les données sur les entreprises ont été collectées à partir des prospectus d'émission, des bulletins officiels de la bourse et du conseil du marché financier. Les années qui suivent l'émission initiale sont en signe plus (+).

	Nombre d'années autour de l'émission initiale					
	0 à +1		0 à +2		0 à +3	
	taille ≥ 10 MDT	taille < 9.99 MDT	taille ≥ 10 MDT	taille < 9.99 MDT	taille ≥ 10 MDT	taille < 9.99 MDT
ROA	-34,15% (-31,21%)	-19,29% (-31,12%)	-62,69% (-53,81%)	-5,43% (-25,97%)	-64,05% (-62,73%)	-20,33% (-37,48%)
AT	-26,42% (-32,97%)	10,03% (2,79%)	-36,45% (-52,97%)	-6,25% (-20,49%)	-33,19% (-47,38%)	-16,86% (-26,70%)
C.A	8,70% (12,92%)	-2,97% (70,95%)	20,64% (10,18%)	15,56% (11,31%)	35,28% (26,26%)	11,95% (16,36%)
Bénéfice	-2,82% (8,52%)	-3,07% (-45,57%)	-0,40% (-5,14%)	-5,93% (-59,98%)	-18,23% (-9,21%)	-16,04% (-2,03%)

- Relation entre le prestige du courtier et la performance opérationnelle :

Les différents ratios composant le tableau 3.14 montrent que les firmes introduites par des courtiers prestigieux sous performent plus à long terme. En effet, la variation du ROA entre l'année 0 et +3 est de -46,17 % pour les firmes introduites par des courtiers prestigieux, tandis qu'elle est de -30,61 % pour la deuxième catégorie. On voit aussi que les firmes introduites par des courtiers qui ne sont pas prestigieux affichent une augmentation du chiffre d'affaires de 75,05 % alors que le C.A des entreprises qui sont introduites par des courtiers prestigieux, baisse de 4,32 % durant une période de trois ans. Ces résultats rejoignent l'hypothèse de Habib et Ljungqvist (2001). En effet, ces auteurs montrent que les émetteurs ne choisissent pas au hasard leurs souscripteurs. Si la firme jouit d'une bonne santé financière et elle est optimiste pour sa performance, elle ne voit pas l'intérêt de s'adresser à un souscripteur renommé et subir une grande charge d'introduction.

Tableau 3. 14 La performance opérationnelle selon le prestige du courtier

C'est la distribution de la variation de la médiane (moyenne), exprimée en pourcentage, pour 23 émissions initiales durant la période janvier 1996 et janvier 2006. 31% est la médiane de la distribution du capital détenue par les grands actionnaires après l'émission initiale. Les grands détenteurs ont un pourcentage supérieur à 31 % et les petits détenteurs ont un pourcentage inférieur à 3 %. Les données sur les entreprises ont été collectées à partir des prospectus d'émission, des bulletins officiels de la bourse et du conseil du marché financier. Les années qui suivent l'émission initiale sont en signe plus (+).

	Nombre d'années autour de l'émission initiale					
	0 à +1		0 à +2		0 à +3	
	Prestigieux	Non prestigieux	Prestigieux	Non prestigieux	Prestigieux	Non prestigieux
ROA	-23,82%	-40,12%	-21,57%	-51,18%	-46,17%	-30,61%
AT	-27,74%	-33,92%	-47,94%	-22,42%	-53,38%	-30,22%
C.A	15,02%	23,12%	0,76%	61,75%	-4,32%	75,05%
Bénéfice	2,96%	4,58%	8,15%	-8,10%	-19,01%	23,75%

- l'analyse de la performance selon le secteur d'activité :

Le tableau 3.15 montre l'évolution des différents ratios de performance dans un horizon de trois ans à partir de la date d'émission initiale. L'évolution du ratio ROA montre que le secteur financier sous performe le plus avec une baisse de -43,86 % durant les trois années. Les secteurs des industries diverses et des services occupent le deuxième rang de la contre-performance avec un ROA qui est égal à -35 %. On constate également que le ROA du secteur du commerce baisse de -10,48 %.

Tableau 3. 15 La performance opérationnelle selon le secteur d'activité

C'est la distribution de la variation de la médiane (moyenne), exprimée en pourcentage, pour 23 émissions initiales durant la période janvier 1996 et janvier 2006. 31% est la médiane de la distribution du capital détenu par les grands actionnaires après l'émission initiale. Les grands détenteurs ont un pourcentage supérieur à 31% et les petits détenteurs ont un pourcentage inférieur à 3%. Les données sur les entreprises ont été collectées à partir des prospectus d'émission, des bulletins officiels de la bourse et du conseil du marché financier. Les années qui suivent l'émission initiale sont en signe plus (+).

	Nombre d'années autour de l'émission initiale		
	0 à +1	0 à +2	0 à +3
Industries diverses			
ROA	14,21%(-32,74%)	0,88%(-43,16%)	-35,87%(-58,05%)
AT	-5,59%(-20,80%)	-16,48%(-23,25%)	-18,98%(-42,50%)
C.A	-4,84%(0,81%)	13,66%(15,03%)	-1,96%(-11,77%)
Bénéfice	-7,90%(-52,39%)	-3,14%(-119,28%)	-0,17%(-39,64%)
Commerce			
ROA	-9,40%(-12,72%)	0,74%(-7,53%)	-10,48%(-11,91%)
AT	-26,05%(-2,44%)	-37,09%(5,44%)	-42,77%(11,24%)
C.A	4,27%(8,85%)	-38,70%(-5,56%)	-36,76%(0,30%)
Bénéfice	12,89%(1,56%)	6,19%(-12,17%)	29,80%(-18,20%)
Immobilier			
ROA	-22,22%	-9,23%	-1,97%
AT	-29,48%	-12,98%	-31,08%
C.A	-8,44%	6,47%	11,41%
Bénéfice	0,99%	11,06%	58,47%
Services			
ROA	-18,09%	-6,64%	-35,10%
AT	-57,78%	-63,09%	-79,27%
C.A	-56,81%	-53,62%	-42,91%
Bénéfice	-13,36%	21,31%	84,79%
Financier			
ROA	-25,57%(-33,61%)	-41,83%(-33,44%)	-43,86%(-41,78%)
AT	-18,78%(158,35%)	-7,63%(-6,93%)	-3,01%(-1,46%)
C.A	30,66%(158,52%)	61,10%(36,96%)	96,20%(61,39%)
Bénéfice	-3,13%(0,44%)	17,63%(7,89%)	-4,00%(8,73%)

Suite à l'analyse des différents résultats, nous tirons les conclusions suivantes :

- L'analyse de la performance à moyen et long terme en utilisant les différents ratios et indicateurs de performance montre la présence d'une forte contre-performance à moyen et long terme des émissions initiales tunisiennes. En outre, l'analyse du comportement de chaque indicateur de performance et plus spécifiquement le ratio AT nous permet de conclure que la contre-performance est due, en partie, à un changement de la structure du capital et au changement du comportement de l'entrepreneur qui a tendance à trop investir après l'émission initiale.
- Nous constatons également les firmes dont l'actionnaire majoritaire détient un pourcentage supérieur à la médiane de notre échantillon (31 %) sous performant plus. En d'autres termes, les firmes dont l'actionnariat est dispersé performant mieux à moyen et long terme.
- On trouve que la sous-évaluation initiale est un facteur explicatif de la contre-performance à moyen et long terme.
- L'étude de la relation entre la taille de l'émission initiale et la performance à moyen et long terme nous montre que les émissions de grande taille (la valeur brute est supérieure à 10 MDT) sous performant plus. En outre, l'analyse de l'impact du prestige du courtier sur la performance future de l'émission nous montre que les courtiers prestigieux sont liés à une contre-performance future.
- Enfin, l'analyse par secteur montre que le secteur financier affiche la plus importante contre-performance.

3.3.2 L'analyse de la performance financière : la méthode des rendements anormaux cumulés (RAC)

Afin de mesurer la performance financière de notre échantillon à moyen et long terme, nous avons utilisé la méthode du rendement anormal cumulé. Ceci est égal à la différence entre le rendement mensuel de cette dernière et le rendement de son portefeuille de contrôle (corresponds à l'indice du marché d'un sous-ensemble de firmes regroupées en fonction de la taille, secteur d'activité). Cette méthode permet de vérifier si le rendement anormal moyen est différent de zéro durant la période événementielle. Nous calculons les rendements anormaux à long terme sur les horizons 12, 24 et 36 mois comme suit :

$$RA_{ai} = R_{ipo, it} - R_{contrôle, it} \quad (4)$$

où $R_{ipo, it}$ est le rendement total pour une émission initiale d'une entreprise i à l'événement t et $R_{contrôle, it}$ est le rendement total pour la firme ou le portefeuille de contrôle choisi.

Ensuite nous calculons le rendement anormal mensuel cumulatif pour chaque mois t :

$$RA_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n RA_{it} \quad (5)$$

où « n » représente le nombre d'actions détenues dans le portefeuille. Dans notre cas « n » est égal à 24.

Le rendement anormal moyen cumulé du mois événementiel $m=1$ à q où $q = 12, 24$ et 36 sont calculés comme suit :

$$RAC_{m,q} = \sum_{m=1}^q RA_t \quad (6)$$

Pour montrer la significativité des résultats, on utilisera le test suivant :

$$t_{RAC1,t} = RAC_{1,t} \times \sqrt{\frac{n_t}{t \times var + 2 \times (t-1) \times cov}} \quad (7)$$

où var est la moyenne des variances de l'échantillon sur 36 mois de RA_{it} et cov est l'auto-covariance de premier ordre des séries RA_t .

3.3.2.1 Analyse des rendements anormaux cumulés des émissions initiales tunisiennes

Le tableau 3.16 présente les rendements anormaux cumulés à moyen et à long terme de 23 émissions initiales tunisiennes entre janvier 1996 et janvier 2006. Cette méthode permet de calculer le rendement des titres qui sont achetés à l'émission initiale et sont conservés sur un horizon de temps de 12, 24 et 36 mois. Les résultats montrent qu'il existe une faible contre-performance à moyen et à long terme. La contre-performance est de l'ordre de -3,52% (Statistique- $t = -2,99$) au cours des 12 premiers mois, -1,34 % (Statistique- $t = -0,54$) au cours de la deuxième année et de -4,50% (Statistique- $t = -1,947$) au cours de la troisième année. À 24 mois, la contre-performance est la moins faible, mais statistiquement elle n'est pas significative.

Tableau 3. 16 Le rendement anormal cumulé des émissions initiales tunisiennes

L'échantillon est composé de 23 émissions initiales inscrites à la Bourse de Tunis, et ayant eu lieu entre janvier 1996 et mars 2006.

Mois	Nombres d'EI	RAC (%)	Statistique- t
12	11	-3,52%	-2,990 ^(*)
24	13	-1,34%	-0,547
36	13	-4,50%	-1,947 ^(**)

(*) significatif à un seuil de 5%

(**) significatif à un seuil de 10%

Le RAC du mois m au mois q se calcule comme suit : $RAC_{m,q} = \sum_{m=1}^q RA_t$ où

$RA_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n RA_{it}$ et $RA_{it} = R_{ipo,it} - R_{contrôle,it}$ avec $R_{ipo,it}$ est le rendement total pour une émission initiale

d'une entreprise i à l'événement t et $R_{contrôle,it}$ est le rendement total pour la firme ou le portefeuille de contrôle choisi.

Le test statistique pour le RAC est : $t_{RAC1,t} = RAC_{1,t} \times \sqrt{\frac{n_t}{t \times var + 2 \times (t-1) \times cov}}$ où var est la moyenne des

variances de l'échantillon sur 36 mois de RA_{it} et cov est l'auto-covariance de premier ordre des séries RA_t .

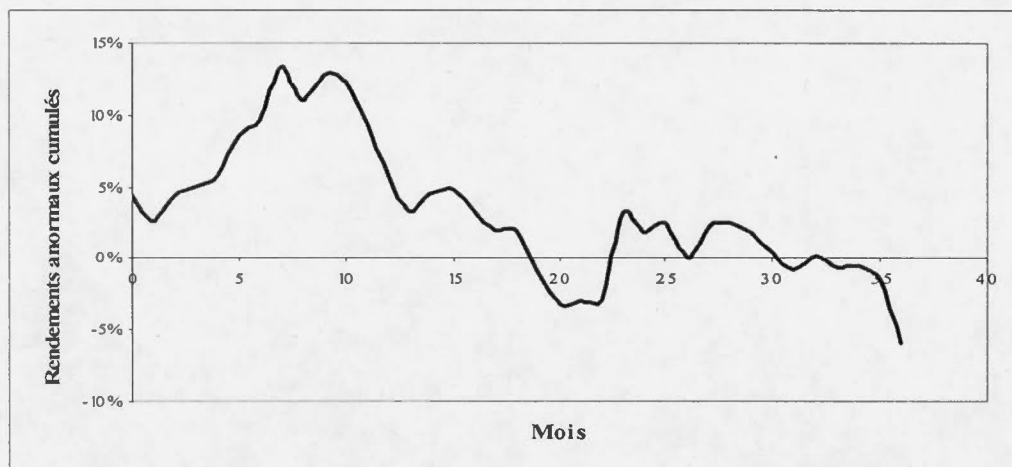


Figure 3. 5 Les rendements cumulés des émissions initiales tunisiennes, 1996-2006

La figure 3.5 illustre le comportement des émissions initiales tunisiennes à moyen et long terme selon la méthode du RAC sur un horizon de 3 ans.

3.3.2.2 Analyse du rendement anormal cumulé des É.I tunisiennes par facteurs

Dans ce qui suit, on analysera le rendement anormal cumulé selon les différents secteurs d'activités, la nature de l'intermédiaire, le produit brut de l'émission, le degré de la sous-évaluation initiale.

- La distribution du RAC (0, +36) en fonction des secteurs d'activités

Le tableau 3.17 montre que le secteur financier est le moins performant à long terme selon la méthode du RAC (0, +36).

Tableau 3. 17 La distribution du RAC (0, +36) en fonction des secteurs d'activités

Nom	Secteur	Nombre d'É.I	Produit brut (en millions de DTN)	RAC (0, +36)	Statistique-t
ALKIMIA			19,82		
SOTUVER			3,31	1,01%	
SIAME			2,73	12,54%	
ELECTROSTAR			7,42	-11,30%	
SIPHAT			6,09	-1,78%	
ASSAD			9,02	-7,11%	
GIF			4,99	0,00%	
STIP			6,15	0,00%	
Total	Industries diverses	8	59,56	-4,75% -1,42%	-0,57
SOTUMAG			4,72		
STEQ			5,25	0,00%	
M.G:			2,12	-1,72%	
BATAM			13,80	0,00%	
EL MAZRAA			7,54	0,00%	
Total	Commerce	5	33,44	0,00% -0,34%	-1
SIMPAR			2,43		
Total	Immobilier	1	2,43	1,11% 1,11%	-
SOTETEL			3,92		
KARTHAGO			5,76	0,00%	
Total	Service	2	9,68	0,00% 0,00%	-
UIB	Banque		93,45	-7,69%	
STAR	Assurance		5,10	-6,61%	
CARTE CI			2,88	-0,13%	
CIL			10,23	-14,59%	
ATL	Leasing		1,54	-17,48%	
AMEN LEASE			14,00	0,00%	
TUNINVEST	Investissement		10,00	0,00%	
Total	Financier	7	13,72	0,00% -6,64%	-2,43

- La distribution du RAC (0, +36) en fonction du prestige du courtier :

Selon la méthode du RAC, le tableau 3.18 montre qu'il n'y a de relation significative entre le prestige du courtier et la performance future de l'entreprise.

Tableau 3. 18 La distribution du RAC (0, +36) en fonction du prestige du courtier

Échantillon	Nombre d'É.I	RAC (0, +36)	Statistique-t	Test de différence des moyennes
Courtiers non prestigieux	11	-2,14%	-0,1	-0,28
Courtiers prestigieux	12	-2,91%	-1,70	

- La distribution du RAC (0, +36) en fonction de la taille de l'émission :

L'étude du RAC (0, +36) selon la taille de l'échantillon nous montre que l'effet de la taille n'a pas d'impact significatif sur la performance à moyen et long terme des émissions initiales.

Tableau 3. 19 La distribution du RAC (0, +36) en fonction de la taille de l'émission

Taille d'É.I en millions de DNT	Nombre d'É.I	RAC (0, +36)	Statistique-t	Test de différence des moyennes
0- 9,99	17	-2,19%	-1,47	0,45
10 et plus	6	-3,54%	-0,23	

- La distribution du RAC (0, +36) en fonction du degré de la sous-évaluation initiale :

Le tableau 3.20 confirme que la sous-évaluation initiale est un facteur explicatif de la contre-performance à long terme puisqu'on trouve que le RAC (0, +36) est de -3,28 % pour les entreprises sous évaluées alors qu'il est de -1,40 % pour les entreprises surévaluées.

Tableau 3. 20 La distribution du RAC (0, +36) en fonction du degré de la SEI

Taille d'É.I en millions de DNT	Nombre d'É.I	RAC (0,+36)	Statistique-t	Test de différence des moyennes
Émissions surévaluées	9	-1,40%	-0,62%	0,68
Émissions sous-évaluées	14	-3,28%	-0,14%	

CONCLUSION

Notre étude porte sur l'analyse de la sous-évaluation initiale ainsi que la performance financière et opérationnelle à moyen et long terme des émissions initiales tunisiennes entre janvier 1996 et mars 2006. D'abord, nous calculons un degré de SEI moyen de 4,61 %. Ceci nous permet de dire que la SEI n'est pas un coût indirect important pour les entreprises tunisiennes qui veulent s'introduire en bourse. En analysant la SEI par facteurs (produit brut de l'émission, prestige du courtier, secteur d'activité et la distribution de la SEI) nous constatons que les E.I introduites par des courtiers prestigieux sont largement sous-évaluées par rapport aux émissions dirigées par les courtiers non prestigieux. On constate également que les émissions de petite taille sont plus sous évaluées que celles de grande taille. Ce qui confirme que l'asymétrie d'informations explique, en partie, la sous-évaluation initiale. Nous constatons également que la SEI varie d'un secteur à un autre. Le secteur des services est le plus sous-évalué avec 55,74% de SEI, alors que le secteur financier est le moins sous-évalué avec 1,7% de SEI.

L'analyse de la performance opérationnelle sur une fenêtre de calcul de 7 ans, soit trois ans avant et trois ans après l'émission, montre la présence d'une forte contre-performance à moyen et long terme de 49,45% des E.I tunisiennes. L'analyse du comportement de chaque indicateur de performance (ROA, Bénéfice, AT, chiffre d'affaires) montre que la contre-performance est due, en partie, à un changement de la structure du capital et au changement du comportement de l'entrepreneur qui a tendance à trop investir après l'émission initiale. Nous constatons également que les entreprises dont l'actionnariat est dispersé performant mieux à long terme. En outre, on constate que la sous-évaluation initiale est un facteur explicatif de la contre-performance. L'analyse de l'impact de la nature du courtier sur la performance future de l'émission nous montre que les courtiers prestigieux sont souvent liés à une contre-performance à long terme. Enfin, l'analyse par secteur montre que le secteur financier occupe la première place avec une contre-performance de -43,86%.

L'étude de la performance à moyen et long terme en utilisant les rendements anormaux cumulés (RAC) montre que les entreprises tunisiennes, en moyenne, n'affichent pas une grande contre-performance à long terme. En effet, le RAC sur 3 ans montre une contre-performance moyenne de -4,5%. Notre résultat converge avec celui de Ben Naceur et Ghanem (2001) qui ont trouvé une contre-performance de -5% sur une période de trois ans après l'émission initiale en utilisant la méthode des rendements de la stratégie passive (BHAR).

Bien que notre travail a su répondre à notre objectif principal qui est l'examen du marché des émissions initiales en Tunisie, il est loin d'être sans limites qui sont plutôt des avenues de recherches. Il serait intéressant par exemple, d'analyser la robustesse de nos résultats de la performance à long terme en utilisant plusieurs méthodes de calcul, telle que la méthode calendaire en se basant sur l'alpha du modèle à trois facteurs de Fama et French (1993). Toutefois, ceci était difficile à considérer dans notre étude étant donnée la petite taille du marché des émissions initiales en Tunisie. Il serait également intéressant de prendre en considération d'autres facteurs explicatifs à la contre performance des émissions initiales, tels que la présence de spécialistes en capital de risque et l'effet de gestion des résultats avant l'émission (Teoh, Welch, et Wong (1998), *Journal of Financial Economics*).

ANNEXE A:

LES INDICES

1. Indice de capitalisation : TUNINDEX

$$Indice^t = \frac{\sum_{i=1}^N (Q_i^t * C_i^t)}{K^t * CBA^0} * 1000 \Leftrightarrow \frac{CBT}{CBA^t} * 1000$$

$Indice^t$ = capitalisation boursière / capitalisation de base ajustée en t * 1000

Avec :

Q_i^t : Nombre de titres admis de la valeur i au jour t.

c_i^t : Cours de la valeur i au jour t.

CBA^0 : Capitalisation boursière de l'échantillon au 31/12/1997.

CB^t : Capitalisation boursière au jour t.

CBA^t : Capitalisation boursière de base ajustée au jour t.

K^t : Coefficient d'ajustement au jour t de la capitalisation boursière de base.

2. Indice BVMT :

$$\text{Indice BVMT} = (\text{Somme } (V_i^t) / \text{Somme } (C_i^{t0})) * B^{t0}$$

Avec :

C_i^{t0} : Cours de la valeur i au moment de son introduction dans l'échantillon.

C_i^{t0} : Base d'indice au 31 mars 1998.

Comment est calculée la valeur actuelle (V_i^t) d'une valeur i

$$V_i^t = (Ba_i^t / B_i^{t0}) * C_i^t$$

Avec :

Ba_i^t c'est la base d'indice ajustée de la valeur.

$B_i^{t0} = 100$.

C_i^t c'est le cours de la valeur à l'instant t.

BIBLIOGRAPHIE

Aggarwal, R., Leal, R., Hernandez, F., 1993. "The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America". *Financial Management* 22, 42-53.

Aggarwal, R., Rivoli, P., 1990. "Fads in the initial public offering markets?" *Financial Management* 22, 42-53.

Allen, F., Faulhaber, G.R., 1989. "Signaling by Underpricing in the IPO market". *Journal of Financial Economics* 23, 203-323.

Amihud, Y., Mendelson, H., 1986. "Asset pricing and bid ask spread". *Journal of Financial Economics* 17, 223-249.

Barber, B.M., Lyon, J.D., 1997a. "Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test-statistics". *Journal of Financial Economics* 43, 341-372.

Baron, D.P., 1982. "A model of the demand for investment bank advising and distribution services for new issues", *Journal of Finance* 37, 955-976.

Beatty R., Welch I., 1996. "Issuer expenses and legal liability in initial public offerings". *Journal of Law and Economics* 39, 545-602.

Beatty, P., Ritter, R., 1986. "Investment Banking, Reputation, and Underpricing of IPOs". *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.

Beatty, R., Ritter, J., 1986. "Investment Banking, Reputation and Underpricing of Initial Public Offerings." *Journal of Financial Economics* 15, 213-232.

Ben Nasseur, S., Ghanem, H., 2001. "The short- and long-run performance of new listings in Tunisia". *International Review of Finance* 2, 235-246.

Benveniste, L., Spindt, P., 1989. "How investment Bankers Determine the Offer Price and Allocation of New Issues". *Journal of Financial Economics* 24, 343-361.

Biais, B., Faugeron, A., 2000. "IPO Auctions: English, Dutch, French and Internet". *Journal of Financial Intermediation* 11, 9-36.

Booth, J., Chut, L., 1996. "Ownership dispersion, costly information and IPO underpricing", *Journal of Financial Economics* 25, 291-310.

Brenan, M., Franks, J., 1997. "Underpricing, ownership and control en initial public offerings of equity securities en the UK". *Journal of Financial Economics* 35, 390-413.

Brock, W., Lakonishok, J., LeBaron, B., 1992. "Simple Trading Rules and the Stochastic Properties of Stock Returns". *Journal of Finance* 47, 1731-1764.

Carpentier, C., Kooli, M., Suret, J-M., 2003. "Les émissions initiales au Canada: bilan, anomalies et dysfonctions". Monographie CIRANO.

Chemmanur, T., Fulghieri, P., 1999. "A theory of the going-public decision". *The Review of Financial Studies* 12, 249-279.

Da Silva Rosa, R., Velayuthen, G., and Walter, T., 2003. "The Sharemarket Performance of Australian Venture Capital-Backed and Non-Venture Capital-Backed IPOs". *Pacific-Basin Finance Journal* 11, 197-218.

Degeorge, F., Zeckhauser, R., 1993. "The reverse LBO decision and firm performance: Theory and evidence". *Journal of Finance* 48, 1323-1348.

Desrosiers, S., L'Her, J-F., Sauriol, L. Hiver ., 2004. « Les SEO : bon ou mauvais présage à long terme? ». *Revue Canadienne d'investissement* 5-9.

Ducharme, L., Rajpogal, S., Sefcik, S.E., 2001. "Why was Internet IPO Underpricing so severe?" *Document de travail, University of Washington*.

Edelen, R.M., Kadlec, G.B., 2003. "Issuers Surplus and The partial adjustment of IPO prices to public information". *Document de travail, University of Pennsylvania and Virginia Tech*.

Fama, E., 1998. "Market efficiency, Long-Term returns and behavioural finance". *Journal of Financial Economics* 49, 283-306.

Fama, E., French, K., 1993. "Common risk factors in the returns on stocks and bonds". *Journal of Financial Economics* 33, 3-56.

Fama, E., French, K., 2004. "New Lists: Fundamentals and Survival Rates", *Journal of Financial Economics* 73, 229-269.

Firth, M., 1997. "An analysis of the stock market performance of new issues in New Zealand". *Pacific-Basin Finance Journal* 5, 63-85.

Gompers, P.A., Lerner, J., 2003. "The really long-run performance of IPO: the pre-Nasdaq Evidence". *Journal of Finance* 58, 1355-1392.

Habib, Michel A., and Alexander P. Ljungqvist., 2001. "Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: Theory and evidence," *Review of Financial Studies* 14, 433-458.

Holmström, B., 1979. "Moral Hazard and Observability". *The RAND Corporation* 10, 74-91.

Holmström, B., Tirole, J., 1993. "Market liquidity and performance monitoring". *Journal of Political Economy* 101, 678-709.

Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T., 1995. "Market underreaction to open market share repurchases". *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.

Jain, B.A., Kini, O., 1994. "The post-issue operating performance of IPO firms". *Journal of Finance* 49, 1699-1726.

Jegadeesh, Narasimhan, Mark Weinstein, and Ivo Welch., 1993. "An empirical investigation of IPO returns and subsequent equity offerings", *Journal of Financial Economics* 34, 153-175.

Kadelec, E., McConnell, J., 1994. "The effect of market segmentation and illiquidity on asset prices". *Journal of Finance* 49, 611-636.

Kim, J., I. Krinsky, and J. Lee., 1993. "Motives for Going Public and Underpricing: New Evidence from Korea". *Journal of Business Finance and Accounting* 20, 195-212.

Kim, J., Krinsky, I., Lee, J., 1993. "Motives for going public and Underpricing: New finding from Korea". *Journal of Business Finance and Accounting* 20, 195-211.

Kim, J., Krinsky, I., Lee, J., 1995., "The aftermarket performance of initial public offerings in Korea". *Pacific-Basin Finance Journal* 3, 429-448.

Koh F., Walter T., 1989. "A direct test of Rock's model of the pricing of unseasoned issues". *Journal of Financial Economics* 23, 251-272.

Kooli, M., 2000. "La sous-évaluation des émissions initiales : le cas du Canada". *Gestion* 25, 78-91.

Kooli, M., Suret, J-M., 2003. "How cost-effective are Canadian IPO Markets?" *Canadian Investment Review* 4, 20-28.

Kooli, M., Suret, J-M., 2004. "The aftermarket performance of initial public offerings in Canada". *Journal of Multinational Financial Management* 14, 47-66.

Kothari, S.P., Warner, J.B., 1997. "Measuring long-horizon security price performance". *Journal of Financial Economics* 43, 301-339.

Lee, P. J., S. L. Taylor and T. S. Walter., 1996a. "Australian IPO pricing in the short and long run". *Journal of Banking and Finance* 20, 1189-1210.

Ljungqvist, A., 2005. "IPO underpricing". In: B.E. Eckbo (ed.), *Handbook of Empirical Corporate Finance, North-Holland* (forthcoming).

Ljungqvist, A.P., Wilhelm, W.J., 2003. "IPO pricing in the Dot-com Bubble". *Journal of Finance* 58, 723-752.

Loughran, T., Ritter, J., 2004. "Why Has IPO Underpricing Changed Over Time?" *Financial Management* 3, 5-37.

Loughran, T., J. R. Ritter and K. Rydqvist, 1994. "Initial public offerings: International insights". *Pacific-Basin Finance Journal* 2, 165-199.

Loughran, T., Ritter, J.R., 1995. "The New Issues Puzzle". *Journal of Finance* 50, 23-51.

Loughran, T., Ritter, J., 2002. "Why Don't Issuers Get Upset About Leaving Money on the Table in IPOs?" *Review of Financial Studies* 15, 413-443.

Lyon, J.D., Barber, B.M., Tsai, C-L., 1999. "Improved methods for tests of Long-run abnormal stock returns". *Journal of Finance* 54, 165-201.

Maug, E., 1998. "Large shareholders as monitors: is there a trade off between liquidity and control?" *Journal of Finance* 53, 65-68.

Michelle, M.L., Stafford, E., 2000. "Managerial decisions and long-term stock price performance". *Journal of Business* 73, 287-30.

Mickaely, R.; Shaw, W.H., 1994. "Asymmetric information, adverse selection and the pricing of initial public offerings". *The Review of Financial Studies* 2, 279-319.

Mickaely, R., Shaw, W.H., 1994. "The pricing of IPO's: Test of Adverse-Selection and signalling Theory". *The Review of Financial Studies* 7, 279-319.

Miller, E.M., 1977. "Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion". *Journal of Finance* 32, 1151-1168.

Pagano, M., 1993. "The flotation of companies on the stock market: A coordination failure model". *European Economic Review* 37, 1101-1125.

Pagano, M., Panetta, F., Zingales, L. 1998. "Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis". *Journal of Finance* 53, 27-64.

Pagano, M., Roell, A. 1998. "The choice of stock ownership structure: Agency costs, monitoring and the decision to go public ». *Quarterly Journal of Economics* 113, 29-50.

Rajan, R., 1992. "Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt". *Journal of Finance* 47, 1365-1400.

Ritter, J., 1984. "The "Hot Issue" Market of 1980". *The Journal of Business* 57, 215-240.

Ritter, J., 1987. "The cost of going public". *Journal of Financial Economics* 19, 269-281.

Ritter, J., 1991. "The Long-Run Performance of Initial Public Offerings". *Journal of Finance* 46, 3-27.

Ritter, J., 1998. "Initial Public Offerings". *Contemporary Finance Digest* 2, 5-30.

Ritter, J., 2002. "The Future of the New Issues Market". *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 293-312.

Ritter, J., 2003. "Difference between European and American IPO Market". *European Financial Management* 9, 421-434.

Ritter, J., Welch, I., 2002. "A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations". *Journal of Finance* 52, 1795-1828.

Rock, K., 1986. "Why New Issue are Underpriced". *Journal of Financial Economics* 15, 187-212.

Sentis, P., 2001. «Performance opérationnelles et boursières des introductions en bourse : le cas français 1991-1995». *Revue Finance* 22, 87-118.

Shiller, R.J., 1990. "Speculative Prices and Popular Models". *Journal of Economic Perspectives* 4, 55-65.

Shutt, T., Williams, H., 2000. "Going to Market: The Cost of IPOs in Canada and the United States". *The Conference Board of Canada*.

Smart finance et GMA Capital Markets., 2002. "Étude de diagnostic et de recommandations pour le développement des marchés de capitaux en Tunisie". *Document de travail*.

Teoh, S.H., Welch, I., Wong, T.J. (1998). "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings". *Journal of Financial Economics* 50, 63- 99.

Zingales, L., 1995a. "Insider ownership and the decision to go public". *The Review of Economic Studies* 62, 425-448.